Anleihetechnik und Kursbildung bei den Stadtanleihen in der Zeit von 1924 bis 1935 unter besonderer Berücksichtigung der Ereignisse der letzten Jahre.

Inaugural-Dissertation

zur

Erlangung der Doktorwürde

der

Wirtschafts- und Sozialwissenschaftlichen Fakultät

der Johann Wolfgang Goethe-Universität

zu Frankfurt am Main

vorgelegt von

Franz Cramer

aus Scharmede i. W.

1936

Herm. Prinz, Bückeburg.

Referent: Professor Dr. W. Kalveram
Korreferent: Professor Dr. F. Schmidt
Tag der mündlichen Prüfung: 14. Juni 1935.

Anleihetechnik und Kursbildung bei den Stadtanleihen in der Zeit von 1924 bis 1935 unter besonderer Berücksichtigung der Ereignisse der letzten Jahre.

Inaugural-Dissertation
zur
Erlangung der Doktorwürde
der
Wirtschafts- und Sozialwissenschaftlichen Fakultät
der Johann Wolfgang Goethe-Universität
zu Frankfurt am Main

vorgelegt von

Franz C r a m e r
aus Scharmede i.W.

1936

Herm. Prinz, Bückeburg.

Referent: Professor Dr. W. Kalveram

Korreferent: Professor Dr. F. Schmidt

Tag der mündlichen Prüfung: 14. Juni 1935.

R. UNIV.
BIBLIOTHEEK
LEIDEN

Inhaltsverzeichnis.

Seite

Einleitung: Die Gestaltung der Kurse der Stadtanleihen von 1924 bis 1935. . 1

A. Kreditformen. 11

B. Die Emission von Stadtanleihen. 17

a) Die Übernahme der Stadtanleihen durch die Emissionsstelle. 17

b) Die Inverkehrsetzung der Anleihe 21

c) Territoriale Auflegungsbeschränkungen und Umgehungsversuche. 25

d) Die durch die Eigenart der Nachfrage bedingte städtische Emissionspolitik und die in der deutschen Gemeindeordnung enthaltenen neuen Richtlinien. 29

C. Der Prospekt und die Publizität der Gemeinden 35

a) Die Zeichnungsaufforderung 35

b) Laufende Finanzausweise. 39

c) Der Zulassungsantrag 41

d) Sonstiges Publizitätsgebaren 51

D. Börsentechnische Faktoren der Kursbildung . 54

a) Beeinflussung der Kursbildung durch die Börseneinführung 54

b) Abhängigkeit der Kursbildung vom mangelnden Ausgleich zwischen Angebot und Nachfrage. 60

1. Die Höhe des Anleihebetrages und seine Stückelung. 60

2. Kursüberschneidungen an verschiedenen Börsen. 66

3. Getrennte Notierung verschiedener Serien derselben Stadt. 70

c) Kurspflege 71

d) Arbitrage. 75

E. Die Verzinsung. 77

a) Technik der Ausstattung. 77

1. Nominalzins 77

2. Disagio 78

Seite

3. Rückzahlungsprämien 80
4. Unkündbarkeitsklauseln. 83
5. Schatzanweisungen 85
6. Art der Zinszahlung 87

b) Die Kursbildung auf Grund der Ausstattung 88
1. Der Zins als Kursbildner. 89
aa) Das Zinsrisiko. 89
bb) Die Abhängigkeit der Kursbildungen von den Veränderungen des Zinsfußes 92
2. Kursbildung auf Grund der Kündigungsbedingungen 99
aa) Agiokündigung und Unkündbarkeit . 99
bb) Kursverlauf der über Pari notierenden Anleihe vor Erreichung des erstmöglichen Kündigungstermins . 102

c) Lösung der Zinskalamitäten 104
1. Die Auswirkung des Zwangseingriffes vom 8.12.31 104
2. Die marktzerstörenden individuellen Regelungen. 106
aa) Verzögerte Kuponzahlung 106
bb) Zinsstundung 109
3. Das Verfahren auf Grund des Gesetzes vom 21.9.33 111
4. Die organische Zinssenkungsaktion . . 116
aa) Die Marktbereinigung. 118
bb) Planmäßige Kapitaleinsatz- und Kapitallenkungspolitik. 118

F. Die Tilgung 124
a) Fälligkeit in Teilbeträgen 124
1. Der Tilgungssatz. 125
aa) Der Mindestprozentsatz. 125
bb) Der Tilgungsaufwand in seinem Einfluß auf den Kurs. 126
cc) Der Anleihevergleich in Bezug auf die Tilgungsauswirkung. 130

Seite

2. Unterbrechung der Tilgung durch verspätete Zahlung und mehrjährige Stundung 139
3. Die Auszahlung der fälligen Tilgungsbeträge. 140
aa) Kursverlauf von Auslosungs- und Rückkaufsanleihen. 140
bb) Die Kursbildungsfaktoren auf Grund des Auslosungs- oder Rückkaufscharakters bei Stadtanleihen. 148
cc) Die Inzahlungnahme von Stadtanleihen 153

b) Rückzahlung von Anleihen an einem Termin. 165
1. Effektive Schuldentilgung. 165
2. Aufnahme neuer Anleihen. 166
3. Das Obligationengesetz 169
4. Das Umschuldungsgesetz und die Schatzanweisungen. 180

G. Der Einfluß von Sicherheiten auf die Kursbildung. 186
a) Begriff der Sicherheit. 186
b) Die Mündelsicherheit. 189
1. Die Landesmündelsicherheit 189
2. Die Reichsmündelsicherheit und ihre Reform 193
c) Die stadteigene Sicherheit. 195
1. Die Steuerkraft. 195
aa) Unterschiede in der Steuerkraft bei den einzelnen Gemeinden. . . 195
bb) Anleihevergleich auf Grund der Steuerkraft. 206
2. Gesamtes Vermögen. 210
aa) Die Bewertung. 210
bb) Wert des Vermögens für die Sicherheit der Anleihen. 218
cc) Kursbildung und Vermögenskraft . 227
3. Die Stellung von Pfändern. 233

Seite

aa) Negative Pfandklausel 233
bb) Positive Verpfändung. 236
4. Die Bedeutung des Schuldnerschutzes für die Sicherheit der Anleihen . . 252
d) Die Valutasicherung. 254
1. Die Reichsmark ohne und mit Feingoldklausel 254
2. Die Goldmark 257
aa) Die Feingoldmark. 257
bb) Die Dollargoldmark. 258
cc) Kursbildung der Dollargoldanleihen. 263
3. Umberechnungsmodalitäten. 274
aa) Zeitliche Unterschiede. 274
bb) Kursschwankungsklausel. 277
Schluß 279
Literaturverzeichnis 280

-.-.-.-.-

Vorwort.

Die vorliegende Arbeit entwickelt aus der Anleihetechnik die kursbildenden Faktoren bei den Stadtanleihen seit der Stabilisierung.

Nach einem allgemeinen Überblick über die großen Linien der Kursentwicklung von 1924 bis Anfang 1935 empfahl es sich, um eine umfassende Darstellung aller preisbildenden Momente zu gewährleisten, den Gang der Anleihe von der „Emission" über den „Prospekt" bis zur Börseneinführung zu verfolgen. Diese und weitere durch den Verkehr bedingte Kursbildungsmomente wurden unter dem Abschnitt „Die börsentechnischen Faktoren der Kursbildung" geschildert. Sodann trat die Ausstattung der Anleihen in den Vordergrund, wie sie durch die „Verzinsung" und „Tilgung" bedingt ist. Entsprechend der verstärkten Bedeutung der Sicherheitsfaktoren für die Kursbildung in den letzten Jahren werden darauf „die Mündelsicherheit", die „stadteigene Sicherheit" und die „Valutasicherung" behandelt.

Digitized by the Internet Archive
in 2026

https://archive.org/details/IA41547418_0113

Einleitung.

Die Gestaltung der Kurse der Stadtanleihen von 1924 bis Anfang 1935.

1924-25.

An den deutschen Börsen gab es in den beiden ersten Jahren nach der Stabilisierung, 1924 und 1925, nur sehr wenig Stadtanleihen. Um die Jahreswende 1923-24 wurden insgesamt 9,1 Millionen Stadtanleihen zur Emission aufgelegt, denen im weiteren Verlaufe des Jahres 1924 noch 20,25 Millionen folgten. 1925 kamen nur 3 Millionen hinzu. „Wenn die Kreditbedingungen für Bankkredite (Zins und Provision zusammen) Anfang 1924 etwa 20 % betrugen, in den folgenden Monaten auf das Doppelte anstiegen und im zweiten Halbjahr 1924 auf 16 %, im Jahre 1925 sehr langsam auf 13 ½ % herabgingen, ... so machte diese Kreditverteuerung den Gemeinden die Anleiheaufnahme unmöglich" (1). Dieser Zinsentwicklung entsprechend sanken in der ersten Hälfte des Jahres 1924 die Kurse der 5 %igen Golddollaranleihen schnell von dem Emissionsniveau, das ungefähr um 90 % lag, auf einen Stand von 50 % herab (2). Ab Mitte 1924 setzte sich eine allmähliche Erholung durch, und Anfang 1925 war ein Kursstand von etwa 72 % erreicht. Im weiteren Verlauf des Jahres bröckelten die Kurse wieder leicht ab und verharrten auf einem ungefähren Stande von 70 %.

---

1) Lange, Georg, Die Selbstverwaltungskörper unter dem Druck der Verteuerung der langfristigen Kredite. In Diehl, Wirkungen und Ursachen des hohen Zinsfußes in Deutschland. Jena 1932, S. 752.

2) Hier, und soweit im folgenden nicht anders vermerkt, handelt es sich um Kurse an der Berliner Effektenbörse.

1926.

Das Jahr 1926 wurde durch die beginnende Investitionskonjunktur und auf dem Rentenmarkte durch zwei Haussen gekennzeichnet, eine im ersten Vierteljahr 1926, die andere gegen Ende 1926 und Anfang 1927. Eine Überfülle von Auslandskapital, verbunden mit einem in kurzen Etappen sich rasch von 9 auf 6% senkenden Diskontsatz, rief die erste Hausse hervor, bei der die 5 %igen Papiere von 69 auf 82 % stiegen. Die zweite Kurssteigerung war unter lebhafter Beteiligung der Spekulation eine Konversionshausse, bei der die nun in reichen Zinsvarietäten am Markte vertretenen Stadtanleihen ein Niveau von 93 % für die 5 %igen, von 96 % für die 6 %igen, von 101 % für die 7 %igen, von 103 % für die 8 %igen, von 107 % für die 10 %igen erreichten (1).

1927.

Der Markt der Stadtanleihen war damit in die Konversionsreife gelangt. Bei möglichster Schonung hätte man bald zu der dringend erforderlichen Zinsherabsetzung schreiten können. Leider fehlte es an einer straffen und einheitlichen Marktpolitik. Reich, Länder und Städte begannen einen Wettlauf um das Kapitalangebot. Allein die Städte emittierten 1926 und im ersten Viertel des Jahres 1927 RM 310,8 Mill. Den maß- und zügellosen Anforderungen entsprach die Heftigkeit des Kurssturzes, der nach den ersten Monaten des Jahres 1927 mit der gleichen Schnelligkeit

---

1) Es handelt sich um Durchschnittskurse folgender Anleihen: 5 %ige Papiere: Danziger Goldanl.v.23, Fürther Goldanl.v.23; 6 %ige Papiere: Berliner Anl.v.24, Emdener Anl., Mannheimer Anl.v.27, Pforzheimer Anl.v.27, Plauener Anl.; 7 %ige Papiere: Berliner Anl.v.26, Düsseldorfer Anl., Frankfurter Anl.v.26, Kieler Anl., Königsberger Anl.v.27; 8 %ige Anleihen: Altenburger Anl., Braunschweiger Anl., Magdeburger Anl.v.26, Mülheimer Anl., Nürnberger Anl.v.26; 10 %iges Papier: Mannheimer Anl.v.25.

eintrat wie der Anstieg im Jahre 1926.

1928/29.

In den Jahren 1928 und 1929 zeigt das Schaubild trotz kleiner geringfügiger Kurssteigerungen im ganzen für die Stadtanleihen eine - wenn auch gegenüber 1927 ungleich langsamer - sinkende Tendenz. Bekanntlich werden ja in aufsteigender Konjunktur flüssige Kapitalien in erster Linie durch die industrielle Investition angelockt, so daß der Umfang der neu am Rentenmarkt anlagesuchenden Gelder sehr beschränkt ist. Dieser Tatsache trug aber leider die Emissionspolitik der Städte keine Rechnung. Im Laufe des Jahres 1928 und während des ersten Vierteljahres 1929 setzten diese an langfristigen Anleihen 127,12 und 169 Millionen neu in Umlauf. Erst als die Kapitalmarktverhältnisse es gebieterisch erforderten, kam es zur Einstellung jeglicher langfristigen Emissionswünsche. Insgesamt waren an langfristigen Kommunalanleihen von 1924 bis 1929 639,27 Millionen ausgegeben. (1, 2). Die Städte versuchten nun durch Anschneiden des kurz- und mittelfristigen Kapitalmarktes ihre Finanzierungswünsche zu befriedigen und dort neue Abnehmerschichten zu gewinnen. In der ersten Hälfte von 1928, im Jahre 1929 und noch zu Anfang 1930 wurden 93.63, 116, und 42 Millionen begeben, so daß sich unter Einschluß von 42 Millionen aus 1926 die Gesamtsumme der emittierten Schatzanweisungen auf 293,63 Millionen

---

1) Lange, Georg, a.a.O. S.753.
Marder-Rabnow, Die Inhaberanleihen der deutschen Städte seit der Währungsstabilisierung in „Der Städtetag" 24. Jahrg. Nr.11 S.116.
Saling's Börsenpapiere, Teil2 und 3, 1926-27 bis 1933-34.
Kursblattkommentar für Renten. Beilage der Berliner Börsenberichte v.20.3.1933.

2) Die Auslandsanleihen von Einzelstädten betrugen von Mitte 1925 bis Ende 1928 RM 479,52 Millionen. (Lange a.a.O. S.748).

belief. Ein erheblicher Teil der Anleihen fand keine Aufnahme beim anlagenehmenden Publikum, obgleich ein größerer Betrag wegen der guten Verzinsung ins Ausland abfloß. Durch den ständigen Druck (1) sanken bis Ende 1929 die Kurse der 5 %igen auf 69 %, der 6 %igen auf 72 %, der 7 %igen auf 79 %, der 8 %igen auf 87 % und der 10 %igen auf 100 %. Die 8 %igen 1932 mit 100 % zurückzahlbaren Schatzanweisungen lagen um diese Zeit bis 95 %.

1930/31.

Schon im Jahre 1929 war der Höhepunkt der industriellen Konjunktur überschritten. Im allgemeinen erwartete man von der infolge der Krise einsetzenden Geldverflüssigung, die durch Auflösung von Warenlagern und Abstoßung von Wertobjekten bedingt war, einen Auftrieb für die tiefstehenden und deshalb eine gute Verzinsung bietenden Anleihen. Der Enderfolg sollte schließlich ein neues, unter dem Stand der letzten Hochkonjunktur liegendes Zinsniveau sein, das wiederum Emissionschancen bot. Zweimal, zu Anfang 1930 und 1931, schien es, als ob die Kurssteigerungen, welche nur zum geringeren Teile auf die alljährlich zu beobachtenden leichten Geldmarktverhältnisse zurückzuführen waren, der Anfang eines beginnenden Ausgleichs zwischen Renten- und Aktienmarkt hätten werden sollen. Die Hoffnungen wurden enttäuscht. Die abebbende Konjunktur war nicht in der Lage, in erwarteter Weise Gelder dem Kapitalmarkt dienstbar zu machen. Der Grund dafür ist sowohl in der sehr hohen kapitalvernichtenden Fehlinvestition der Jahre 1927 bis 1929 als auch darin zu suchen, daß die vielfach zu Daueranlagen verwendeten kurzfristigen Mittel nun nicht zurückkehrten. Wurden aber Kapitalien wirklich frei, so zehrten die in steigendem Maße arbeitslos werdenden

---

1) Erinnert sei auch an die gleichzeitig aufgelegte steuerfreie und deshalb vom Markt bevorzugte Reichsanleihe von 29 im Betrage von 300 Millionen.

Volksgenossen sie auf, oder das Ausland saugte sie ab. Dieser letztere Vorgang beruhte zum Teil darauf, daß infolge des Zusammenbruchs der New Yorker Börse im Jahre 1929 Amerika das an den europäischen Börsen arbeitende Geld zurückholte, zum Teil war die Repatriierung aber auch auf die empfindlichen Schläge zurückzuführen, die die Börsen durch die Fälle Favag und Bodencreditanstalt erlitten. Weitere Komplikationen und teilweise verstärkte Geldabzüge waren bedingt durch die Politisierung der Börsen, d.h. die Abhängigkeit von politischen Erscheinungen innerer und äußerer Art, wie Pariser Konferenz im Frühjahr 1929, Septemberwahlen vom Jahre 1930 usw. Konkret wirkten sich die geschilderten Tendenzen am Markt der Stadtanleihen so aus, daß die Kurse infolge des ständigen Verkaufsdrucks, der von in- und ausländischen Besitzern ausgeübt wurde, immer stärkeren Verwüstungen ausgesetzt waren. Die dauernde Beunruhigung des Rentenbesitzers durch die Diskussion von Währungsabwertungen und ähnlichen Gewaltlösungen machte einer Panikstimmung Platz, als es im Sommer 1931 zur Bankkrise kam.

Die Banken mußten am 13. Juli 1931 ihre Schalter schließen, weil sie dem plötzlichen Auszahlungsbegehren des erschreckten Publikums nicht mehr nachkommen konnten. Ihre Reserven waren aber schon seit langem durch die sich häufenden industriellen Zusammenbrüche und die vom Auslande zurückgeforderten Kredite geschwächt. Um die Krise durch zu erwartende Angstverkäufe am Effektenmarkt nicht noch mehr zu steigern, mußten auch die Börsen am 13.Juli 1931 vorübergehend bis zum 12.4.1934 ihre Tätigkeit einstellen. Zwischendurch waren sie für kurze Zeit (2.-19.9.31) wiedereröffnet, bzw. es bestand Telefonverkehr (20.9.31-24.2.32) und danach Freiverkehr (25.2.32-11.4.32). Sieben Monate lang durften Kurse nicht veröffentlicht werden. Das Fehlen jeglicher amtlicher Notiz brachte den Kapitalbesitzern, die zur Veräußerung gezwungen waren, neue Verlegenheit. Die Börsen konnten ihre volkswirtschaftlichen Auf-

gaben zeitweise in keinerlei Hinsicht erfüllen.

Inzwischen war durch Notverordnung vom 8.12.31 die unrühmliche Zwangszinssenkung von Anleihen dekretiert, die bei den Stadtobligationen die 7 und 8 %igen Typen verschwinden und nur noch 5 und 6 %ige bestehen ließ.

1932.

Am 18. Dezember 1931 erreichten die Kurse der Aktien und Renten ihren tiefsten Stand, um sich von da an wieder sprunghaft nach oben zu bewegen (1). Dieser erste Kursanstieg war die Reaktion auf die vorangegangenen Unterschreitungen und deshalb nur von kurzer Dauer. Die schlechte finanzielle Lage der Gemeinden, die sich schon ab 1929 in den Kursen auswirkte, war nämlich weit davon entfernt, als beendet angesehen werden zu können. Im Gegenteil, jetzt nach Wiederbeginn der Börse setzte eine Reihe von Städten vorübergehend ihre Zins- und Tilgungszahlungen aus. Das hatte zur Folge, daß die im April 1932 rund 45 % betragenden Durchschnittskurse der Stadtanleihen, gebildet aus den Gruppen der 6 %igen sowie ehemaligen 7- und 8 %igen Papiere, sich bis zur Mitte des Jahres auf 40 % senkten. Die geringe Bewertung der Tilgungs- bzw. Rückzahlungschance kommt auch darin zum Ausdruck, daß die Kurse der am 1. Oktober 1932 fälligen Frankfurter und Kölner Schatzanweisungen ebenfalls nach Wiedereröffnung der Börse von über 60 % auf 55 % heruntergingen.

Einen Umschwung in dieser Zeit des Pessimismus brachte erst das Lausanner Abkommen des Jahres 1932, das die Reparationsverpflichtungen grundsätzlich aufhob und dadurch den Wiederbeginn gesunder wirtschaftlicher Verhältnisse ankündigte. Als mit Verkündigung des Papen-Programms am 28. August 1932 in Münster der Anstoß zu aktiver Kreditpolitik gegeben, und dadurch der sich schon auf manchen Wirtschafts-

---

1) Frankfurter Zeitung vom 21.10.1934, 536. Leider standen dem Verfasser die Kurse des Telefonverkehrs nicht zur Verfügung.

gebieten bemerkbar machende Anstieg wirksam gefördert wurde, reagierte die Börse auf diese Ereignisse mit einem mächtigen Kursaufstieg. Mit den Gläubigern der kurzfristigen Frankfurter und Kölner Stadtanleihen wurde eine Stundung für zwei Jahre (bis 1.10.1934) mit sofortiger 10 %iger Abschlagszahlung vereinbart. Eine Reihe von Städten stützte den Markt durch Inzahlungnahme ihrer Anleihen für gewisse Schuldverpflichtungen zu weit über dem Marktpreis liegenden Kursen (Näheres siehe S. 153-165).

1933.

Der Anfang 1933 erfolgte politische Umbruch bedeutete für die ganze Nation den Beginn stetigerer Verhältnisse und gab dem Wirtschaftsleben neue Impulse. Die Wiederberufung Schachts zum Reichsbankpräsidenten beseitigte überdies bei vielen die Furcht vor einer weiteren Zwangszinssenkung, sodaß in dieser günstigen Atmosphäre die 6 %igen Stadtanleihen gegen Ende März 1933 einen Stand von durchschnittlich 76,7 % innehatten. Damit erreichten die Kurse erstmals wieder die Höhe, die sie vor dem Absturz Mitte 1931 innehatten.

Der noch nicht genügend gefestigte Kapitalmarkt erfuhr aber durch neue psychologische und auch effektive Belastungen wieder Rückschläge. Neben den Verkäufen der Emigranten und den Ansprüchen aus der Arbeitsschlacht drückte auf das Niveau der Stadtanleihen insbesondere die Ungeklärtheit der Sanierung der Kommunalfinanzen. Die Städte mußten, nachdem sie bis zum Jahre 1929 vielfach eine leichtsinnige Schuldaufnahme am Kapitalmarkt betrieben hatten, von diesem Jahre an in besonders starkem Ausmaße eine von den höchsten Stellen nicht ungern gesehene kurzfristige Verschuldung auf sich nehmen, um die von der Wirtschaft zur Kostenentlastung abgebauten Arbeiter zu versorgen. Die Verschuldung der Gemeinden und Gemeindeverbände betrug in Milliarden Mark(1)

---

1) Wirtschaft und Statistik, 1933, 13.Jhg.Nr.20,

1928	1929	1930	1931	1932	1933	1935 (1)
6,5	8,76	10,28	11,24	11,29	11,33	11,83

Den gesamten Kapitalmarkt beeinflußte dies Problem, da die eingefrorenen Schulden nicht nur die Städte, sondern auch die Kreditgeber in Gefahr brachten. Auf den Erlaß des Gemeindeumschuldungsgesetzes vom 21.9.1933, das die Städte von den kurzfristigen Schulden und teilweise auch von den Wohlfahrtslasten (s.S.203) befreite, reagierte der Kapitalmarkt mit heftigen Kurssprüngen, natürlich unter Führung der vorher stark unterbewerteten Stadtanleihen. Neuen Auftrieb brachte kurze Zeit darauf der Übergang der Reichsbank zur offenen Marktpolitik (2), sodaß Ende 1933 der Kurseinbruch von Mitte des Jahres 1933 nicht nur ausgeglichen sondern sogar der Jahreshöchststand vom März übertroffen wurde. So notierte jetzt das 6 %ige Standardpapier am Markt für Stadtanleihen durchschnittlich 82,8 %.

1934/35.

Die starke Kurssteigerung der Stadtanleihen in den letzten Monaten des Jahres 1933 setzte sich zu Anfang des Jahres 1934 nicht fort, obgleich der Markt im Vergleich zum Vorjahr unter leichteren Depressionserscheinungen stand. Der Grund ist teils in den wirtschaftlichen und politischen Schwierigkeiten des Jahres 1934 (Außenhandel, Saarfrage, österreichische Vorgänge), teils in der zusätzlichen

---

Sonderbeilage „Die Finanzen des Reichs, der Länder und der Gemeinden" (Gemeindeverbände) S.8/9.

1) Frankfurter Ztg. v.21.7.35, 368. Nach Schätzungen des Statistischen Reichsamtes in Nr. 13 von Wirtschaft und Statistik, 1935.

2) Am 9.10.33 wurden in der Verwaltungsratsitzung der B.J.Z. die deutschen Anträge auf Änderung des Reichsbankstatuts betr. der Deckungsgrundlage entgegengenommen. Darauf hin erging am 27. 10. 1933 das „Gesetz zur Änderung des Bankgesetzes".

Belastung des Marktes der Kommunalanleihen durch die neuen, vielfach mobilisierten (1) Umschuldungsstücke und in dem Rückfluß von Stadtanleihen aus dem Auslande zu suchen.

Der Umlaufsbetrag der Umschuldungsanleihe steigerte sich im Laufe des Jahres 1934 enorm. Insgesamt waren am 30.9.1934 Umschuldungsangebote in Höhe von 2658,5 Millionen RM herausgegangen, wovon 2207,4 Millionen bereits rechtskräftig umgeschuldet, 387,2 Mill. rechtskräftig abgelehnt und 85,2 Mill. noch in der Schwebe waren (2).

In diese Emission flossen auch Werte, die schon früher eine selbständige Notiz hatten, wie die Berliner, Kölner und Frankfurter Schatzanweisungen, sowie die Berliner Verkehrsanleihe von 28. Obwohl die Umschuldungsanleihe vorläufig nur im Freiverkehr gehandelt wurde, war ihr Einfluß auch auf den offiziellen Verkehr so groß, daß sie „zeitweise das führende Papier des Rentenmarktes" wurde. Erst im Herbst 1934 befestigten sich unter dem Eindruck des durch die staatliche Ankurbelungspolitik erreichten Wirtschaftsanstiegs und der erfolgreichen Zurückdrängung der Arbeitslosenzahl die Kurse wieder, um unter der Einwirkung des Anleihestockgesetzes gegen Ende des Jahres 1934 kräftig anzuziehen.

Anfang 1935 kletterten die Kurse der Stadtanleihen weiter bis fast auf 95 %. Alle Kräfte arbeiteten auf eine freiwillige Konversion hin. Die nahende Konversionsreife fand ihren Ausdruck in einer weitgehenden Annäherung der Kurse der verschiedenen Stadtanleihen unter sich, wie in der Annäherung dieser an die Kurse der Reichsanleihen.

So war, als Ende Januar und Februar 1935 fast die gesamten Papiere des Rentenmarktes zu einer Konversion in 4 ½ %ige Anleihen aufgerufen wurden,

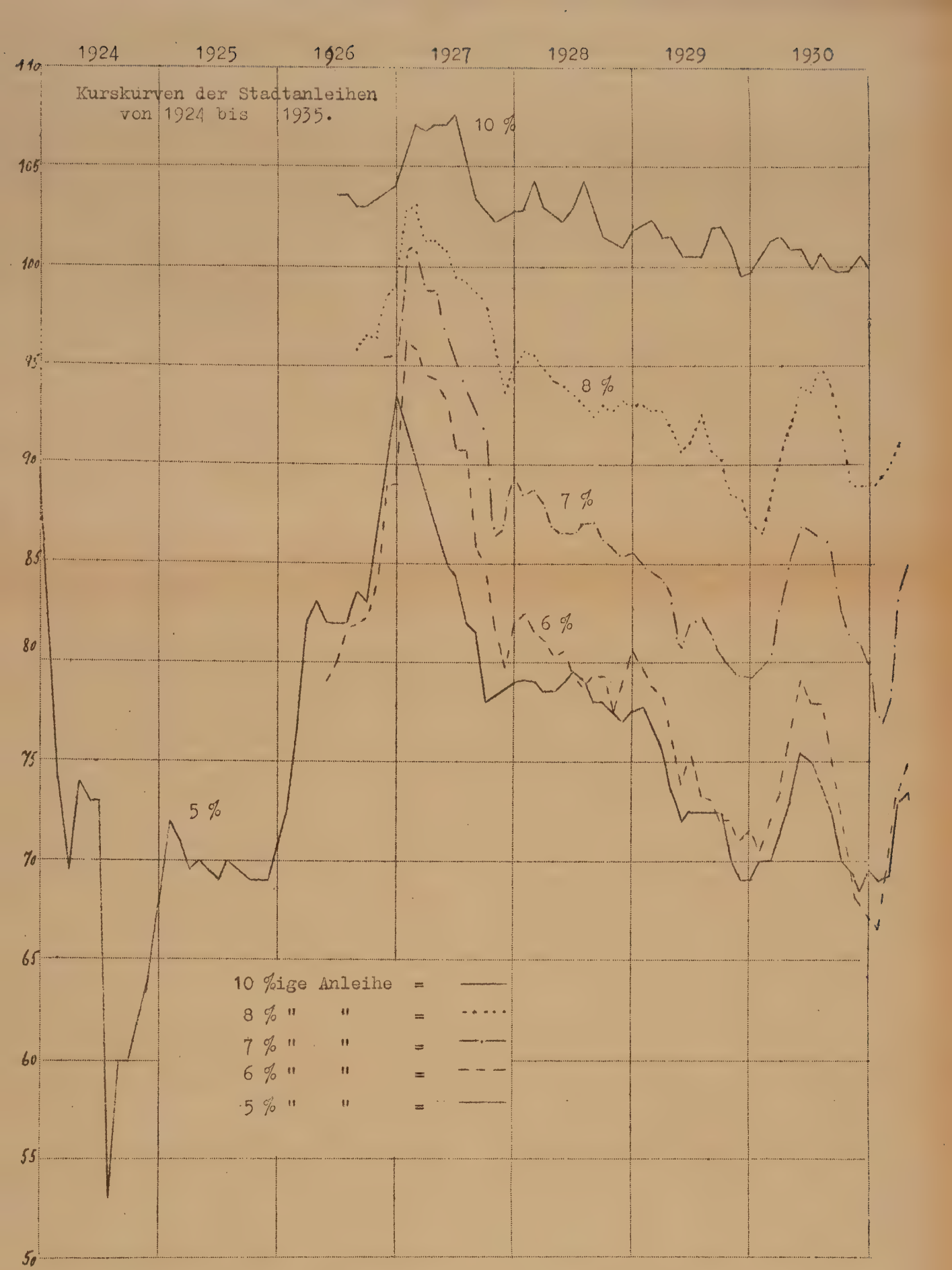
---

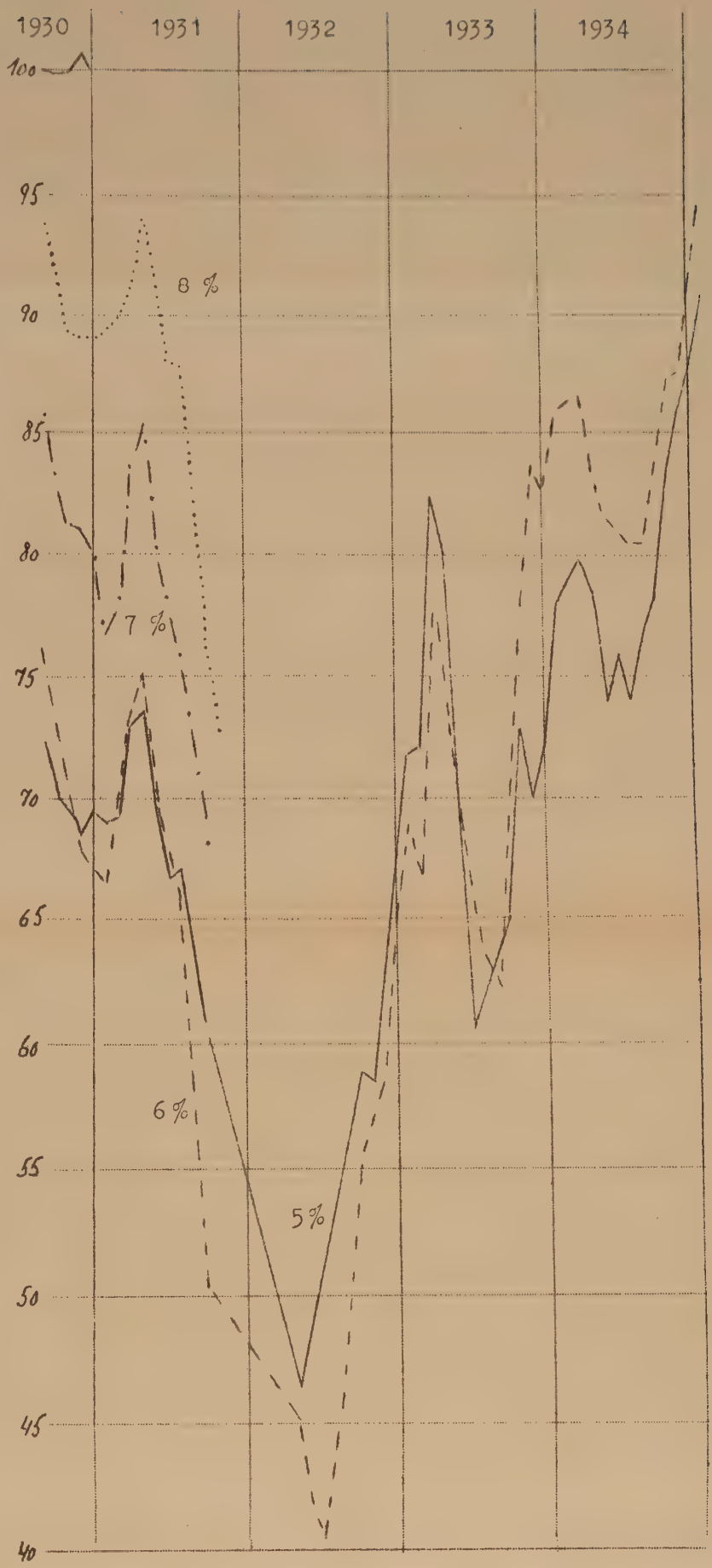
1) Vgl. Frankfurter Zeitung, Staatskonjunktur, 662 v. 30. 12. 34.
2) Wirtschaft und Statistik, 1935, Nr.8. Die Schulden der Gemeinden am 30.9.1934, S. 294.

durch planmäßige Pflege des Rentenmarktes der Endpunkt einer Entwicklung erreicht worden, der vorher zumindest einmal (1927) und vielleicht zum 2. und 3. Male in den Jahren 1930 und 1931 durch Schuld und Schicksal versäumt wurde.

Ein Teilziel auf dem Wege der Krisenüberwindung ist damit erreicht. Das Ziel der Zukunft bleibt die völlige Wiedergewinnung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes im Interesse unserer Wirtschaft und damit des deutschen Volkes.

Nach dieser Einführung in die Entwicklung der Stadtanleihen in den letzten elf Jahren wenden wir uns nunmehr der Anleihetechnik und Kursbildung im besonderen zu.


1924
1925
1926
1927
1928
1929
1930
110
105
100
95
90
85
80
75
70
65
60
55
50
Kurskurven der Stadtanleihen
von 1924 bis 1935.
10 %
8 %
7 %
6 %
5 %
10 %ige Anleihe =
8 % " " =
7 % " " =
6 % " " =
5 % " " =


1930
1931
1932
1933
1934
100
95
90
85
80
75
70
65
60
55
50
45
40
8 %
7 %
6 %
5 %

A. Kreditformen.

Hinsichtlich der Dauer des Kredits unterscheidet das Statistische Reichsamt langfristige Anleihen, deren Laufzeit die Dauer von zehn Jahren übersteigt, mittelfristige Anleihen mit einer Laufzeit von 1-10 Jahren und kurzfristige Anleihen, die eine Laufzeit bis zu einem Jahre haben.

Fälschlich werden die mittel- und kurzfristigen Anleihen der Städte auch als Schatzanweisungen (1) bezeichnet. Unter Schatzanweisungen versteht man ursprünglich Anweisungen staatlicher Natur, die von der Finanzverwaltung auf den Staatsschatz ausgestellt werden. Hier dienen sie grundsätzlich dazu, spätere Einnahmen zu antizipieren oder zur Aufnahme von Zwischenkrediten, die später konsolidiert werden (2). Für die Deckung dieser vorübergehenden Kreditbedürfnisse besteht eine feste gesetzliche Ordnung. Diese Grundsätze treffen bei den städtischen Schatzanweisungen nicht zu. Darum sollte diese Bezeichnung vermieden werden, um zu verhüten, „daß das Publikum bei Schatzanweisungen die Voraussetzungen für ihre Ausgabe als nach besonderen Normen geprüft annimmt und daher auch die pünktliche Rückzahlung solcher vermeintlicher Schatzanweisungen als besonders gesichert betrachtet" (3).

Selbst durch Schuldscheine (4) anerkannte Darlehen haben die Städte im Publikum unterzubringen

---

1) Die Gesamthöhe der Schatzanweisungsemissionen deutscher Städte betrug RM 293,63 Mill. (Siehe Seite 3).
2) Lotz, W., Schatzanweisungen, Schatzscheine. In Hdw.d.Staatswiss. Jena 1926, VII.Bd. S.168.
3) Springer, E., Frankfurter und Kölner Schatzanweisungen. In Berliner Börsenberichte v.24.11.32, 276.
4) Zusammenfassende Angaben über Höhe der Emissionen, Laufzeit usw. waren nicht zu ermitteln.

versucht. Abgesehen von den großen Abschnitten der Stadt Dresden, die Anfang 1929 als 8 ½ %ige Schuldscheine zu je RM 500.000.- herauskamen (1), wurden auch Schuldscheine über kleinere Beträge in Verkehr gebracht, z.B. von der Stadt Brandenburg zu 8 ½ %. Diesem Beispiele schloß sich die „See- und Universitätsstadt" Rostock an, die Anfang 1930 und Mitte 1931 8 ½ %ige Schuldscheine von einem Essener Bankhause begeben ließ (1). Auf eine Reihe anderer unter diesen Abschnitt fallende Anleihen kommen wir noch in den folgenden Kapiteln zurück. Die Wertpapierherstellungs- und Börsenkosten konnten für die Schuldscheine gespart werden. Deswegen weisen diese Papiere eine ½ und 1 %ige höhere Verzinsung als die Anleihen auf, was allerdings ein schlechtes Äquivalent für das Fehlen irgend welcher Notiz zu sein scheint.

Eine Erweiterung der Kreditquellen versuchte die Stadt Frankfurt noch durch die Einrichtung eines Schuldbuches (2) zu erreichen. Darin konnten Gelder von RM 10.000.- aufwärts eingetragen werden, auf deren Kündigung die Stadt fünf Jahre lang verzichtete, während der Gläubiger halbjährlich davon Gebrauch machen konnte. Die Einrichtung eines öffentlichen städtischen Schuldbuches blieb ziemlich erfolglos, nicht zuletzt auch infolge des zu hoch angesetzten Mindestbetrages. Wegen der Bedeutungslosigkeit dieser Kreditform in der vergangenen Epoche braucht im Laufe der Arbeit auf sie nicht mehr

---

1) Nähere Einzelheiten fehlen in der Quellenangabe bei Wolfgang, Kritische Darstellung der Kreditbeschaffungstechnik der öffentlichen Körperschaften seit 1924, a.a.O. S. 702.

2) Gewöhnlich versteht man unter Schuldbuch die Einrichtung, daß gegen Hinterlegung bei der Stadt sämtliche mit der Verwaltung der Anleihen entstehenden Arbeiten von dieser erledigt werden, wie das z.B. bei Frankfurt vor dem Kriege der Fall war. Hier erhält der Begriff aber eine Ausdehnung.

näher eingegangen zu werden. Doch seien an dieser Stelle einige grundsätzliche Bemerkungen zu dieser Anleiheform erlaubt.

Der Schuldbuchkredit bildet das genaue Gegenstück zum Effektenkredit, zu dem die Stadtanleihen rechnen. Das hervorstechendste Merkmal des Effektenkredits ist seine verhältnismäßig leichte, durch die Börse vermittelte Mobilisierbarkeit, die Schuldner wie Gläubiger vor den Gefahren der Illiquidität schützt. Städtische Schuldbuchforderungen werden jedoch nicht wie Reichsschuldbuchforderungen, deren Bedingungen gänzlich andere sind - sie können z.B. auf Wunsch jederzeit in Effekten umgewandelt werden -, an der Börse notiert. Sie können notfalls nur durch Zession verwertet werden. Einen Zessionar zu finden (das ist derjenige, an den zediert wird) ist jedoch ungleich schwerer, als einen Käufer für Stadtanleihen an der Börse. Der Markt für städtische Schuldscheine wird immer eng sein. Ein größeres Liquidierungsbestreben würde die Kurse für städtische Schuldscheine ungleich stärker senken, als ein gleich großes Liquidierungsbestreben die Kurse der Stadtanleihen an der Börse zu beeinflussen imstande ware. Die Enge des Marktes der Schuldscheine liegt aber gerade in den Bedingungen begründet, die die Schuldscheine begehrenswert machen sollten, nämlich: in der dem Gläubiger erlaubten halbjährlichen Kündigungsmöglichkeit. Ein größerer Schuldscheinkredit würde einer Stadt in normalen Zeiten kaum gefährlich werden; denn infolge der stillschweigenden Prolongation und Substitution würde der Betrag sich trotz der halbjährlichen Kündigungsmöglichkeit insgesamt kaum ändern. Anders jedoch in Krisenzeiten, in denen die anderen städtischen Geldquellen wie Steuereinnahmen etc. bei steigenden Ausgaben (Wohlfahrtslasten etc.) zu versiegen pflegen. Die zu Beginn der Krise zu beobachtende Kapitalverknappung steigert die Zinssätze und veranlaßt die Besitzer der Schuldscheine, von ihrer Kündigungsmöglichkeit Gebrauch zu machen, teils

wegen des höheren Zinssatzes am Kapitalmarkt, teils auch wegen eines bei ihnen selbst eingetretenen Geldbedürfnisses. Daraus ergibt sich, das gerade die Kündigungsmöglichkeit Stadt wie Schuldscheininhaber in größte Verlegenheit bringen kann. Die Stadt wird zur Rückzahlung dann aufgefordert, wenn sie an anderer Stelle keinen Ersatz finden kann. Bei größerem Umfang des Schuldscheinkredits wird sie eventuell zahlungsunfähig werden. Der Gläubiger jedoch wird in einem solchen Moment sein Geld nicht erhalten; auch eine Zession wird dann nur zu großen Verlustkursen möglich sein. Der Mangel liegt eben darin, daß die Kündigungsklausel den Schuldscheinkredit tatsächlich zu einem kurzfristigen macht. Diese Kurzfristigkeit widerspricht jedoch der Verwendung des Kredits in jeder Beziehung. Um den Kündigungsgefahren zu entgehen, müßte die Stadt entweder nach dem Vorbild der Banken für den Schuldscheinkredit Liquiditätsreserven unterhalten - was für eine Stadt ja grotesk wäre - oder sie müßte die in Krisenzeiten naturnotwendig eintretenden Kündigungsbegehren durch Einräumung eines neuen höheren Zinssatzes einzuschränken versuchen. Dieser schwankende Zins des Schuldscheinkredits entlarvt ihn als das, was er tatsächlich ist: als k u r z f r i s t i g . Da die Geldbesitzer diese dem Schuldscheinkredit innewohnenden Gefahren anscheinend erkannt haben, blieb der Schuldscheinkredit ohne jede Bedeutung im Rahmen der kommunalen Finanzen.

Zwar hat in der letzten Krise auch die Börse versagt und damit die Verwertungsmöglichkeit der Stadtanleihen ebenfalls weitgehend unterbunden, doch hat dieser vorübergehende Zustand die Städte nicht in eine Illiquidität geführt, die jeder größere Schuldscheinkredit mit Kündigungsklausel im Gefolge gehabt hätte. Wenn trotzdem die Städte zahlungsunfähig wurden, so liegen die Gründe dafür auf ganz anderem Gebiete (ungeheuer gestiegene Wohlfahrtslasten infolge der Arbeitslosigkeit). Wie bewiesen, muß also der Schuldscheinkredit in Krisen-

zeiten wegen der Kündigungsmöglichkeit zur Illiquidität führen, noch viel eher als die Stadtanleihen. Die Verwertung von Schuldscheinen ist in Krisenzeiten, wenn überhaupt, nur unter ungleich größeren Verlusten möglich als bei Stadtanleihen.

Der Versuch, Schuldscheine im Publikum unterzubringen, ist sicherlich daran gescheitert, daß die kurzfristigen Geldgeber die Gefährlichkeit der Anlage erkannten und sich deshalb von ihr zurückhielten. Der Schuldscheinkredit ist überhaupt nur aus der Notlage der Städte zu erklären, die, als der Kapitalmarkt sich ihnen verschloß, auf jede nur erdenkliche Art und Weise versuchten, Geld zur Dekkung ihrer enormen Wohlfahrtslasten zu erhalten. In dem Schuldscheinkredit sahen sie nun die Möglichkeit, kurzfristiges Geld oder solches langfristiges Geld, das sich wegen ungünstiger Marktlage vor langfristiger Anlage scheute, an sich zu ziehen. Sie konnten wegen der auf der anderen Seite eingesparten Emissions- und Steuerkosten einen höheren Zinssatz bieten, ohne dadurch stärker belastet zu werden als durch die Stadtanleihen. Doch die Kapitalbesitzer erkannten frühzeitig die Gefahr und hüteten sich vor diesem gefährlichen Papier.

In Krisenzeiten ist der Versuch des Schuldscheinkredits mißlungen. Für normale Zeiten besteht kein Bedarf für ein solches Papier, da dann die Stadtanleihen jederzeit an der Börse zum angemessenen Kurs verkäuflich sind; also auch kurzfristiges Geld vorübergehend in den langfristigen Stadtanleihen angelegt werden kann, ohne daß der Besitzer Gefahr läuft, illiquide zu werden oder am Kurse nennenswert zu verlieren.

Man kann also ohne zu übertreiben behaupten, daß für einen Schuldscheinkredit mit Kündigungsmöglichkeit am Markt kein Bedürfnis besteht, weil in Krisenzeiten die Kündigungsklausel die Städte in Zahlungsschwierigkeiten bringen kann, und weil in normalen Zeiten die Stadtanleihen wegen ihres größeren Marktes auch zur kurzfristigen Anlage besser

geeignet sind als die Schuldscheine, die nur durch Zession verwertet werden können. Dabei darf die Schwierigkeit, einen Zessionar zu finden, nicht unterschätzt werden.

Wollte man aber die Klausel der Kündigungsmöglichkeit fallen lassen, dann kämen die Schuldscheine zur Anlage für nur kurzfristig verfügbares Geld überhaupt nicht mehr in Frage. Mit den Stadtanleihen jedoch könnten die Schuldscheine trotz ihrer etwas höheren Verzinsung nicht konkurrieren, weil der Markt der Stadtanleihen größer ist, und eine Liquidierung eines größeren Postens die Kurse der Stadtanleihen nicht so stark unter Druck setzen würde als die Schuldscheinkurse. Man darf nicht vergessen, daß den Schuldscheinen die Mündelsicherheit fehlt, und damit das große Auffangreservoir der Sparkassen für sie in nennenswertem Umfange nicht in Frage kommt. Aus allen diesen Gründen wird der Versuch, die Börse als Kapitalvermittler zu umgehen, scheitern. Der Markt hat eben kein Bedürfnis für den Schuldscheinkredit.

Das alles würde sich erst ändern, wenn die Städte die Schuldscheinausgabe unter ähnlichen Bedingungen vornehmen würden, wie das Reich die Ausgabe seiner Schuldbuchforderungen. Aber worin wäre dann noch der Unterschied zwischen Stadtanleihen und städtischen Schuldbuchforderungen zu sehen? Doch nur noch in der Tatsache, daß eine Veräußerung die Umschreibung im städtischen Schuldbuche nötig machte, die lediglich den Umsatzakt erschweren würde. Deshalb sind doch letzten Endes die Stadtanleihen in der Form der Effekten noch die für den Verkehr zweckmäßigste Form des langfristigen städtischen Kredits.

B. Die Emission von Stadtanleihen.

Emission im bankwirtschaftlichen Sinne bedeutet Ausgabe von Wertpapieren. Nach der technischen Fertigstellung (1) der Anleihetitel erfolgt meistens die Übernahme des ganzen Anleihebetrages durch eine marktkundige Vertriebsstelle zu dem Zwecke, die Anleihe auf bestmögliche Weise in den Verkehr zu bringen (2).

a) Die Übernahme der Stadtanleihen durch die Emissionsstelle.

1. Konsortium.

Für eine marktunkundige Stadt ist es zu riskant, die Emission der Anleihe selbst vorzunehmen. Die Risiken, die einer Emission hinsichtlich ihres Betrages, ihrer Ausstattung und der Wahl des Zeitpunktes der Begebung innewohnen, können nur von Banken, die sich von Berufs wegen mit der Entwicklung des Kapitalmarktes befassen, annähernd richtig beurteilt werden. Es hat sich deshalb die Übung herausgestellt, mehrere Banken, die sich zu einem Konsortium vereinigen, mit der Anleihebegebung zu beauftragen. Diese Konsortien werden von Städten mit oft sich wiederholendem Emissionsbedarf von Fall zu Fall oder dauernd mit der Vornahme der Emission betraut. Bei der Zusammensetzung des Konsortiums ist darauf zu achten, daß in ihm sowohl Mitglieder mit guten Verbindungen zu anlagewilligen Bevölkerungsschichten in Stadt und Land (Depositenbanken) vertreten sind als auch Mitglieder mit Beziehungen zu

---

1) Vgl. darüber Dieben, W., Anleihetechnik, Bd.6 d. Schriftenreihe Finanzrechtl.Zeitfragen. Berlin 1931, S.15 ff.

2) Vgl. Mellerowicz, K., Das Emissionsgeschäft. In Hdw.d.Bankwesens, herausgeg.v. Palyi u. Quittner, Berlin 1933, S.173/4.

jenen Börsen, bei denen die Zulassung der Anleihe zum Handel später beantragt werden soll. Nur so kann neben dem Verkauf der Anleihe an die „letzte Hand" die Zulassung zur Börse und die Kurspflege am sichersten und billigsten erreicht werden. So finden sich z.B. unter der Zeichnungsaufforderung auf 6 %ige Schatzanweisungen der Stadt Berlin von 1933 berufsständische, öffentliche und private, Einzel- und Filialbanken (mit Niederlassungen im Ausland) durcheinander: Preußische Staatsbank, Deutsche Bank und Disconto Gesellschaft, Gebr. Arnhold, Bank der Arbeiter, Angestellten und Beamtenbank, Berliner Handelsgesellschaft, Berliner Stadtbank, S.Bleichröder, Brandenburgische Provinzialbank und Girozentrale, Commerz- und Privatbank A.G., Delbrück, Schickler & Co., Deutsche Girozentrale - Deutsche Kommunalbank, Dresdner Bank, J. Dreyfuß & Co., Hardy & Co., G.m.b.H., Jacquier & Securius, Lazard Speyer Ellissen Kommanditgesellschaft, Reichskreditgesellschaft. Diese Vielseitigkeit ermöglicht die Erschließung eines ausgedehnten Kundschafts- und Verbindungskreises.

2.

Der Aufbau eines Konsortiums auf solch breiter Grundlage birgt aber die Gefahr in sich, daß Geldbesitzer gleichzeitig von mehreren Seiten Angebote zum Kaufe von Stadtanleihen erhalten. Die Häufung von Angeboten ruft bei ängstlich vorsichtigen Interessenten leicht den Eindruck großer Dringlichkeit hervor und schreckt sie eher vom Kauf ab, als sie dazu anregt. Der Vertrieb der Anleihe wird dadurch zweifellos behindert. In einem gut geführten Konsortium allerdings wird man den Wettlauf der Konsorten (Mitglieder) um die Käufer durch gegenseitige Fühlungnahme, durch weise Auswahl und Beschränkung der Mitgliedsfirmen von vornherein zu verhindern wissen.

In den vergangenen Jahren, als der Markt der Stadtanleihen zeitweise vollständig unergiebig war, hat man sich leichtfertigerweise über diese Grund-

sätze, deren Beobachtung im Interesse der Erhaltung des Kommunalkredits unbedingt zu fordern ist, hinweggesetzt. Eine Vielzahl von Werbestellen wandte sich sogar an das Ausland. Die unerfreuliche Häufung der Offerten an das Ausland führte zu unerträglichen Folgen für den Kommunalkredit. Unter dem Eindruck derartiger Mißstände übergab z.B. die Stadt Dortmund ihre 5 %igen Schatzanweisungen von 1928 nur einem Bankhause: Speyer-Ellissen. Zwar werden hierdurch Konkurrenzangebote vermieden, doch fragt es sich, ob eine Bank allein, selbst wenn sie an den größeren Orten über Filialen oder bedeutende Geschäftsfreunde verfügt, ein größeres Placement bewältigen kann. Naturgemäß kann sie sich doch nur an einen bestimmten, verhältnismäßig engen Kundenkreis wenden (1). Die Chancen einer Universalbank mit engmaschigem Depositenkassennetz sind natürlich größer als die Aussichten einer filiallosen Großbank. Verfügt jedoch ein renommiertes Bankiergeschäft über genügendes Adressenmaterial, so wird die Stoßkraft der von einer Stelle zielbewußt getriebenen Werbung erfolgreicher sein, als die sich gegenseitig hindernden Werbungen von verschiedenen Seiten.

Die Übernahme der ganzen Anleihe durch die Vertriebsstellen ist bei den Stadtanleihen die Regel. Wegen der Enge des Marktes kam in den vergangenen Jahren auch ein anderes Verfahren in Übung. Um nicht auf einem Rest der oft hohen Emissionen sitzen zu bleiben, forderten die Banken nur einen sicher verkäuflichen Teilbetrag an und behielten sich das Recht auf Nachlieferung weiterer Summen vor. Nur auf diesem Wege konnte z.B. die Stadt Frankfurt a.M. 1929 ihre Schatzanweisungen unterbringen. Von dem Gesamtbetrag wurde die Hälfte, 15 Millionen, von

---

1) Die geringe Verbreitung der Alleinübernahme findet außerdem ihre Erklärung durch die Risiken, denen sich die Bank aussetzt, wenn z.B. ein erheblicher Teil der Stücke unabsetzbar bleibt.

Anfang an fest übernommen. Auf Grund des Zeichnungsergebnisses übten die Banken erst die Option für weitere 6 Millionen aus. Schließlich wurde auch noch der Rest untergebracht. Dieses Verfahren war gang und gäbe geworden. In ihm zeigt sich auch schon die völlige Überfütterung des Kapitalmarktes mit Stadtanleihen. Das Aufkommen dieses so verhängnisvollen Mißstandes geht nicht zuletzt auf das Schuldkonto der Banken, die allzu sehr ihren Gewinn, weniger aber das Gemeinwohl im Auge hatten.

3.

Bei dem Überangebot von Anleihen gelang es den Emissionsbanken, selbst bei vorsichtiger Einschätzung der Leistungsfähigkeit des Kapitalmarktes, nicht immer, die Beträge im Markt unterzubringen. Die Städte waren natürlich bestrebt, den ganzen bewilligten Anleihebetrag zu realisieren. Die soliden Banken jedoch lehnten das Ansinnen der Städte ab, den noch nicht verkauften Anleiherest einstweilen kurzfristig zu bevorschussen. Die Städte, die überhohe Zinsen anboten, fanden bald Unterstützung bei anderen Banken und Bankiers, die sich das gewinnbringende Lombardgeschäft nicht entgehen ließen. Auch unlautere Elemente stellten sich ein, so daß einige Städte teils große Verluste erlitten. Nur wenn solche Verluste eintraten, drang von den unsoliden Methoden etwas an die Öffentlichkeit. So berichtet die Frankfurter Zeitung, daß 8 deutsche Städte - darunter eine Großstadt wie Dresden - bei einem Vermittler Aron Kredit gegen Hinterlegung von Stadtobligationen nahmen. Als die Stadt Waldenburg ihren Kredit zurückzahlen wollte, konnte Aron die als Deckung hinterlegte Frankfurter Stadtanleihe im Betrage von 1,68 Mill.RM nicht zurückgeben. Der finanzielle Zusammenbruch soll dadurch entstanden sein, „daß Aron für die Weiterlombardierung der ihm von den Kommunen als Deckung überlassenen Obligationen und Stadtanleihen weit höhere Zinsen zahlen mußte, als er selbst von den Gemeinden bekam" (1).

1) Frankfurter Ztg. v. 23.10.29, I.Morgenblatt, Nr.790.

Dieses eklatante Beispiel dafür, wohin eine unersättliche Emissionspolitik führt, erregte natürlich großes Aufsehen und schädigte den Kredit nicht nur der betroffenen sondern auch der unbeteiligten Kommunen in großem Ausmaße; denn es wurde offensichtlich, zu welch zweifelhaften Wegen und bei welch zweifelhaften Kreditvermittlern einige deutsche Kommunen ihre Zuflucht nahmen.

b) Die Inverkehrsetzung der Anleihe.

1. Die Subskription.

Bei der Ausgabe eigener Inhaberschuldverschreibungen bevorzugen die Städte fast ausschließlich als Emissions f o r m die öffentliche Auflegung zur Zeichnung (Subskription), die selbstverständlich die Vertriebsstelle vornimmt. Kennzeichnend für die Subskription ist die Beschränkung des Anleihevertriebs auf den verhältnismäßig kurzen Zeitraum von 10 - 14 Tagen. In dem mehr oder weniger stoßweise erfolgenden Absatz liegt ein gewisser Vorteil. Die Aufmerksamkeit des Publikums wird dadurch stark konzentriert und ist leichter wach zu halten; außerdem können günstige Kapitalmarktssituationen besser ausgenutzt werden. Die Vertriebsstelle gibt mit der Auflegung der Subskriptionslisten Termine bekannt, bis zu denen die gezeichneten Beträge zu zahlen sind. Für den Fall der Überzeichnung behält sich die Vertriebsstelle die Verteilung der Anleihe auf die einzelnen Zeichner nach eigenem Ermessen vor. Um die durch spekulative Käufe und Verkäufe hervorgerufenen Kursschwankungen zu vermeiden, schließen die Emissionsstellen im Falle der Überzeichnung die sogenannten Konzertzeichner ganz oder doch zum größten Teil von der Zuteilung aus (1). Die übrigen Zeichnungen, die von dem auf längere

---

1) Vgl. Kalveram, W., Finanzierung, „Handelshochschule" 1928, S.1313.

Sicht anlagesuchenden Publikum stammen, und die deshalb nicht wieder sofort im günstigsten Augenblick an der Börse realisiert werden, werden im Verhältnis der Überzeichnung gekürzt und zugeteilt. Die Ausschaltung der nur auf Differenzgewinne erpichten Spekulanten (1) erreicht man schon von vornherein durch die Einrichtung einer Sperrzeit. Erst nach Ablauf der Sperrzeit werden die Stücke an die Zeichner ausgeliefert, so daß eine vorherige Veräußerung unmöglich ist. Nach der Zuteilung erhalten die Zeichner zuerst nur die sogenannten Interimsscheine, die nach Beendigung der Sperrzeit zum Abheben der originalen Stücke berechtigen. Trotz dieser vorgesehenen Sicherungen gegen die frühzeitige Realisierung der jungen Anleihe an der Börse erscheinen manchmal am Markte unerwünschte Verkaufsaufträge. Die Sperrzeit beträgt im allgemeinen ½ Jahr, doch kommen auch Fristen bis zu einem Jahre vor. Die Wiesbadener Anleihe von 1928 sah eine 6 monatige Sperrzeit vor, doch erfolgte die Einführung an der Börse erst geraume Zeit nach Ablauf dieser Frist, wodurch effektiv die Sperrzeit verlängert wurde.

2. Der kontinuierliche Verkauf.

Die Übergabe der neuen Anleihe in den Verkehr durch nach und nach an der Börse und an den Bankschaltern erfolgenden Verkauf nach Art des Pfandbriefvertriebs (2) bildet bei den Stadtanleihen die Ausnahme. Diese Methode hat gegenüber der Subskription den Vorteil eines langsamen, schonenden Absatzes. Dieser paßt sich dem jeweiligen Kapitalangebot schmiegsamer an und nimmt auf die Belange der übrigen Wirtschaft gebührend Rücksicht. Durch kontinuier-

---

1) Vgl. Kalveram, W., Finanzierung, „Handelshochschule", 1928, S.1313.
2) Kalveram, W., Finanzierung, in Handelshochschule Berlin-Wien 1928, S.1315, Bd.I.

lichen Verkauf unter Umgehung der Börse wurden die 8 %igen Risaer (März 1926) und Baden-Badener Anleihen (August 1926) sowie die 6 %ige Heilbronner Anleihe (März 1927) in Verkehr gebracht.

In den vorstehenden Fällen wurde der freihändige Verkauf zur vorsichtigen Abtastung der Nachfrage vorgenommen. Auf die späteren Emissionen trifft dies nicht mehr zu. Nur hilfsweise, wenn der Zeichnungserfolg ausblieb, griff man darauf zurück. Die Notwendigkeit, die Anleihen laufend anzubieten, ergab sich besonders im Sommer 1929. Die Subskriptionen der Stadtanleihen brachten infolge des Überangebots nur noch zum Teil die erhofften Summen. Erhebliche Restbestände konnten nur durch kontinuierlichen Verkauf abgesetzt werden. Manchmal erstreckte sich die Unterbringung auf Monate. So wurde z.B. der in der Subskription nicht verkaufte Betrag der 40 Mill. 8 %igen Berliner Schatzanweisungen von 1929 in Höhe von 15 Millionen RM erst im Laufe des Jahres abgesetzt. Diesen gleichen Weg schlug man 1930 und 1931 bei den 45 Millionen der 8 %igen Berliner Schatzanweisungen von 1930 und den 5 Millionen der 7 %igen Heidelberger Schatzanweisungen von 1931 ein.

Der kontinuierliche Verkauf übte allerdings einen dauernden Druck auf den Kurs der Stadtanleihen aus und trug mit dazu bei, daß die Kurse derselben mit am schlechtesten von allen festverzinslichen Papieren standen.

Diese Anzeichen der Marktsättigung machten die Kommunen nicht irre. Sie ließen sich weiter Anleihebeträge genehmigen, die sie aber nicht mehr ausnützen konnten. Breslau hatte z.B. neben den 55 Mill. bereits in Verkehr gebrachten Anleihen noch die Emissionsgenehmigung für weitere 87,2 Mill. (1). Doch untersagte die 4 te Notverordnung vom 8.12.31 die Ausnützung dieser und ähnlicher Reserven (2).

1) Frankf.Zeitung v.5.9.30, 662.
2) 1.Teil, 3.Kap. § 6 in Guttentagsche Sammlung deutscher Reichsgesetze Nr.180, Berlin 1932,S.50.

3. Vertrieb unter der Hand.

„Schon der freihändige Verkauf ist der Subskription in der Öffentlichkeit des Verfahrens, das man nicht hoch genug veranschlagen kann, unterlegen. Ein völlig unöffentliches Verfahren ist der Vertrieb unter der Hand, der die Öffentlichkeit nicht sucht, um nicht zu sagen, daß er sie scheut (1) ....."

Die Erwägungen, die eine Stadt zu dieser Emissionsform führen und bei der meistens die Vermittlung der Bank durch den Verkauf der eigenen Kämmereikasse ersetzt wird, können sein: geringe Werbungs- und Absatzkosten, leichtere Unterbringung, bzw. noch Verkaufschancen, wenn der Kapitalmarkt bereits versagt. Auf der anderen Seite muß die Stadt damit rechnen, daß im notwendigen Augenblick die eigene Bürgerschaft ihre finanzielle Hilfe verweigert. Indessen bedeutet dieses Verfahren auch ein erhebliches Risiko für die Stadt, das sonst die Bank unter Berechnung eines Zuschlages zum Übernahmepreise auf sich nimmt. So legte Stettin unter Ausschaltung jeder Bank Ende 1929, als der Kapitalmarkt nicht mehr funktionierte und man übereingekommen war, keine neuen langfristigen Anleihen mehr zu emittieren, 2 Millionen 7 %iger Anleihen auf und bot sie der eigenen Bürgerschaft direkt zum Kaufe an. Für jede Zeichnung gab die Stadtkämmerei übertragbare Quittungen aus, die als Schuldverschreibungen dienten und auf die auch die Zinszahlung erfolgte (2). Die Stadt Hagen setzte ¼ ihrer 8 %igen 4 Millionen-Anleihe im Jahre 1928 schon vor der öffentlichen Zeichnungsaufforderung unter der Hand ab. Anfang 1933 emittierte Görlitz bei völlig versiegtem Markt eine 7 %ige Anleihe mit einer 5-jährigen Laufzeit zu pari, die lediglich in der eigenen

---

1) Mellerowicz, K., a.a.O. S.180.
2) Frankf.Ztg. v. 17.11. 29, I. Morgenblatt.

Stadt und in der näheren Umgebung untergebracht wurde (1).

Der Vertrieb einer Anleihe unter der Hand wird in Zeiten außergewöhnlicher Kredit- und Kapitalnot immer wieder aufkommen. Wie die obigen Beispiele zeigen, wird er - in bescheidenem Rahmen angewandt - dem Emittenten auch Erfolge bringen, wenn alle anderen Quellen längst versagen. Größere Beträge allerdings, die auch für den Kapitalmarkt Bedeutung haben, sind auf diesem Wege kaum unterzubringen.

c) Territoriale Auflegungsbeschränkungen und Umgehungsversuche.

1. Ausgabe von Anleihen im Auslande auf Grund von inländischen Schuldscheinen.

Das Angebot von inländischem Kapital reichte bei den übersteigerten Ansprüchen der Kommunen zur Befriedigung der Kapitalnachfrage nicht aus. Auf das ausländische Kapital konnte man wegen des entgegenstehenden Verbotes nicht ohne weiteres zurückgreifen. Doch bald wurden Formen gefunden, die eine Umgehung des Verbotes der direkten wie indirekten Aufnahme von Kapital im Auslande zuließen, ohne das Gesetz selbst zu verletzen.

Schon 1926 waren im Inland begebene Stadtanleihen bei ausländischen Banken zur Zeichnung aufgelegt worden. Ein Ministerialerlaß machte daher den „Gemeinden zur Pflicht, bei Begebung von A n l e i h e n eine vertragliche Vereinbarung mit dem die Anleihe Übernehmenden dahin zu treffen, daß die Anleihe auch von dem Übernehmer nur im Inlande begeben und nicht anders als im Inlande zur Zeichnung aufgelegt wird" (2). Das war eindeutig, und so kam man denn im Jahre 1928 auf folgendes Verfahren.

---

1) Frankf. Zeitg. v.3.3.33.
2) Erlaß vom 12.11.26 in Zschintzsch, Kommunalkredit 1931, Berlin S. 166.

Die Städte nahmen bei deutschen Banken Darlehen gegen Schuldscheine auf, die die Banken aber nicht als Anlageobjekte zum dauernden Besitz erwarben, sondern mit oder ohne Wissen der Städte an ihre ausländischen Freunde oder Konsorten zedierten. Diese benutzten die Schuldscheine als Unterlage zu Emissionen in Form von Obligationen oder Zertifikaten. Ehe die mit der Überwachung des kommunalen Anleihewesens betrauten Überwachungsstellen eingriffen, hatten die Städte Münster i.W., Cleve, Karlsruhe, Köln u.a.m. von diesen Emissionsmethoden Gebrauch gemacht, obschon sie dem Sinn und Zweck des Verbotes der Aufnahme von Auslandsanleihen entgegenliefen. Die formale Gesetzeslücke wurde auf diese Fälle hin geschlossen, indem den Gemeinden zur Pflicht gemacht wurde, „daß sie bei Aufnahme auch von S c h u l d s c h e i n anleihen im Inlande, den Schuldschein selbst mit einer Klausel versehen, derzufolge eine Abtretung der Forderung nur mit Zustimmung der Gemeinde erfolgen darf" (1).

Somit schloß sich auch diese neue Kreditquelle, da die Gemeinden natürlich nicht ihre Einwilligung geben durften.

Unannehmlichkeiten aus diesen refinanzierten Schuldscheindarlehen ergaben sich später, anläßlich der Zwangszinssenkung im Jahre 1931, da Gläubiger und Schuldner sich nicht einig waren, ob es sich um von dem Eingriff nicht betroffene Auslandsanleihen oder um Inlandsanleihen handelte (2). Zudem tauchte gelegentlich einer Kuponzahlung die Frage auf, wer eigentlich die Zinsen auf die ohne Wissen der Stadt ausgegebenen Zertifikate schulde: die Stadt, die deutsche Bank oder die ausländische Bankfirma (3).

---

1) Erlaß v.4.5.28 in Zschintzsch, a.a.O. S.168.
2) Vgl. Berliner Börsenberichte v.20.2.32.
3) Dieser Fall trat z.B. ein bei den Anleihezertifikaten der Stadt Lünen, aufgenommen bei einer Essener Bankfirma, die sich bei der National Securities Corp. Ltd. in London refinanziert hatte. (Vgl. Frankfurter Ztg.v.4.12.32, 907).

Kurse für die auf Grund von Schuldscheinen begebenen Zertifikate waren nur selten zu ermitteln (1).

2. Ausländische Beteiligung bei inländischen Konsortien.

Einer weiteren Art der Umgehung, die während der Jahre 1928 und 1929 immer und immer wieder vorkam, wußte die Beratungsstelle nicht Herr zu werden. Die 8 %ige Hagener und die 8 %ige Mainzer Anleihen von 28 wurden z.B. von holländischen Vermittlerfirmen zu den gleichen Bedingungen wie in Deutschland angeboten; ebenso die 8 %ige Wiesbadener Anleihe von 28, die in Schweden und Holland auftauchte. Als im Frühjahr 1929 wieder inländische Anleihen der Städte Königsberg, Leipzig, Breslau usw. auch im Auslande, so in Schweden, insbesondere aber in Holland, dem Publikum angeboten wurden, schrieb bei der Emission der 8 %igen Breslauer Schatzanweisungen im Sommer 1929 die Beratungsstelle ausdrücklich vor, daß die A b g a b e von Stücken ins Ausland zwecks dortiger Auflegung nicht gestattet sei (2).

Dennoch tauchten diese Anleihen im Auslande auf; und zwar bot die Bankfirma van Embden in Holland die Breslauer Schatzanweisungen zu Originalbedingungen (95 % deutscher Usance) an. Es fragt sich nun, wie diese Umgehung trotz aller Vorsichtsmaßregeln zustande kam. Früher war die Übertragung so

---

1) Obwohl auf Grund einer Vereinbarung zwischen dem englischen Treuhänder und der Konversionskasse die Zinsscheine solcher Anleihen zum vollen Reichsmarkbetrag eingelöst wurden, betrugen die Kurse Anfang März 35 nur z.B. für die 6 %igen Rheiner u. Lüner Werte 83 1/2 - 84 1/2 % und für das 6 1/2 %ige Kolberger Papier 84 1/2 - 85 1/2 %, und zwar einschließlich Stückzinsen seit Jahresanfang. Die Kurse der 4 1/2 % inländ. Stadtanleihen betrugen zu der gleichen Zeit 92 - 94 %.

2) Frankfurter Ztg. v.28.8.29, I. Morgenblatt.

vor sich gegangen, daß eine ausländische Bankfirma bei einem inländischen Konsortialmitgliede - sei es nun mit oder ohne Wissen um den Hintergrund der Transaktion (1) - einen Posten übernommen hatte. Die Anleihen wurden dann auf eigene Rechnung durch Zeichnung im Auslande untergebracht. Dieses Mal war in den konsortialen Abmachungen ausdrücklich eine Begebung ins Ausland verboten worden. Trotzdem tauchten, wie erwähnt, die Breslauer Schatzanweisungen dort auf. Die Bankfirma mag sich getarnter Vordermänner bedient haben. Doch hätte in diesem Falle wegen der zu zahlenden Schmiergelder und Zwischenprovisionen die Ausbietung zu Originalpreisen kaum erfolgen können. Mehr als diese Version hat die andere für sich, daß die Bankfirma ganz einfach à la baisse spekulierte, daß sie also Stücke ausbot, die sie gar nicht besaß (oder ihr zugesagt waren), aber bald zu niedrigeren als den Emissionskursen im Markte erwerben zu können glaubte. Bei der damaligen trostlosen Situation der deutschen Kapitalmärkte und bei dem nicht versiegenden Fluß neuer Emissionen von Kommunalanleihen war diese Art nicht einmal so gefährlich, wie man es auf den ersten Blick glauben möchte. Jedenfalls lagen die Dinge so, daß niemandem etwas nachzuweisen war. Wegen ihrer Erfolglosigkeit verzichtete die Beratungsstelle bei der nächsten Schatzanweisungsemission (Frankfurt a.M.) auf die fragliche Klausel. Sie ersparte sich so wenigstens den Ärger einer vergeblichen Anstrengung. Der Grund für das Versagen der Beratungsstelle in dieser Hinsicht ist allein in ihrer mangelhaften Ausstattung mit Rechten zu sehen. Hätte die Beratungsstelle auch von vornherein die Kontrolle und Genehmigungsbefugnis für inländische Anleihen gehabt, hätten wahrscheinlich verschiedene Bankhäu-

---

1) Bemerkenswert ist, daß bei den erwähnten Fällen Hagen, Mainz und Wiesbaden im Jahre 1928 die Banken eine Bonifikation von 2 % anstatt sonst ½ % bekamen.

ser im Ausland nicht den Mut zu Baissespekulationen in deutschen Stadtanleihen gehabt.

In den Jahren 1931-1934 verhinderte die deutsche Devisengesetzgebung die Rückkehr der im Auslande abgesetzten Stücke inländischer Anleihen und Schatzanweisungen, obwohl ihre Besitzer sie zu den höheren Kursen in Deutschland gerne veräußert hätten. Als aber das Stillhalteabkommen für öffentliche Schulden von 1934 auch den Auslandsgläubigern den Umtausch ihrer Schatzanweisungen in Umschuldungsanleihe ermöglichte, machte man gern davon Gebrauch, um dann die umgetauschten Stücke abzustoßen. Die Trennung fiel ihnen nicht schwer, durften sie doch zudem die Verkaufserlöse in Registermark, der im Auslande am höchsten bewerteten und am bequemsten zu verwendenden Sperrmark, anlegen. Diese aus Auslandsbesitz herrührenden Verkaufsangebote drückten eine Zeitlang den Kurs der Umschuldungsanleihe, an den sich die anderen Stadtanleihen in der Kursbildung anlehnten, stark nach unten (1). Nicht nur auf die anderen Städteanleihen färbte dieses verhältnismäßig große Angebot ab, sondern sogar auf die Kommunalobligationen. So schadeten diese ehedem ins Ausland geflossenen Anleihen auch bei der Rückkehr dem Kredit der Städte.

d) Die durch die Eigenart der Nachfrage bedingte städtische Emissionspolitik und die in der deutschen Gemeindeordnung enthaltenen neuen Richtlinien.

Wir stellten fest, daß die Anzeichen einer Übersättigung des Emissionsmarktes: die sukzessive Übernahme, die Unterbringung durch Lombardierung und der kontinuierliche Verkauf, die kapitalhungrigen Städte nicht zur Einsicht über ihr markt- und kreditzerstörendes Treiben zu bringen vermochten. Sie scheuten selbst vor der Sabotage bestehender

---

1) Deutsche Bergwerkszeitung vom 15.4.34. Nr.87.

Verbote nicht zurück, wenn dadurch nur eine neue Emissionen ermöglichende Ausweitung der Kapitalnachfrage zu erhoffen war. Die Nachfrageseite jedoch blieb knapp und begrenzt. Selbst die höchsten Zinssätze vermochten nicht das Kapital in gewünschtem Ausmaße anzulocken. Dabei nahmen die Städte keine Rücksicht auf die Tragbarkeit ihrer Zinsangebote.

Der kalkulierende Kaufmann verzichtet auf die Kapitalaufnahme, wenn die Kreditkosten den erwarteten Nutzen übersteigen. Schmalenbach nennt diesen Punkt den Bedarfsausfallpunkt (1). Die kapitalsuchenden Stadtverwaltungen hielten den Punkt nicht ein, weil einmal die Städte für ihre Leistungen (Gas, Elektrizität, Wasser usw.) ein Monopol besitzen, und weil sie auf der anderen Seite glaubten, durch das Steuerventil jeder Belastung gewachsen zu sein. Zudem hatten die Städte die erwarteten Einnahmen aus den Anleihen längst verausgabt bzw. über dieselben schon disponiert, so daß die in Angriff genommenen Aufgaben nicht mehr abgestoppt werden konnten. „Kurze Bankkredite waren aufgenommen, große Beträge städtischer Wechsel waren begeben worden und die Banken drängten auf Abdeckung dieser Schulden" (2). Infolge dieser Eigenart der städtischen Nachfrage schieden die Kommunen selbst bei den höchsten Zinssätzen nicht aus der Reihe der Kapitalbegehrenden aus (3). Seit 1933 haben die kommunalen Aufsichtsinstanzen die Befugnis, unberechtigte Kreditanträge der Gemeinden von vornherein abzulehnen.

---

1) Schmalenbach, E., Kapital, Kredit und Zins. – Leipzig 1933, S. 45.
2) Siehe Abwege der Kommunalanleihen, in: Bank, 1928 S. 320.
3) Vgl. Aust, H.W., Zur Kapitalmarktgesundung. In Deutsche Sparkassenzeitung v.2.9.33, S. 2 Nr. 102.

Schon seit 1932 (1) war der Weg zu einer anteilmäßigen Bewirtschaftung des gesamten öffentlichen Kredites freigemacht. Neue Anleihen bedürfen nämlich der Genehmigung des Reichsfinanzministers. Im Einvernehmen mit der Reichsbank darf der Finanzminister den Aufsichtsinstanzen größte Zurückhaltung in der Genehmigung von Anleiheanträgen auferlegen (2), wenn die Lage des Kapitalmarktes es erfordert. § 13 des Gemeindeumschuldungsgesetzes vom 21.9.33 verbietet übrigens die Aufnahme neuer Anleihen bis zum 31.3.35 (3). Die Sperre gilt auch für die folgende Zeit (4).

Man wollte so auch verhüten, daß die Gemeinden durch Anleiheaufnahme nicht nur den Markt, sondern auch ihre eigene finanzielle Kraft zerstörten. Um wieder Sparsamkeit und Verantwortung zu den tragenden Säulen der deutschen Gemeindefinanzpolitik zu machen, wurde den Städten eine neue Verfassung gegeben; das war dringend nötig, denn neben den Wohlfahrtslasten war in den letzten Jahren das Versagen der gemeindlichen Beschluß- und Ausführungsorgane eine der bedeutendsten Ursachen der städtischen Nöte.

Die Aufnahme von Krediten bei den Städten war

---

1) Durch die vierte Verordnung des Reichspräsidenten zur Sicherung von Wirtschaft und Finanzen vom 8.12.31, I.Teil, Kapitel 3, § 6, a.a.O.
2) Dt.Gemeindeordnung, § 105 in RGBl.Teil I, 1935.
3) Zitiert in Dt.Sparkassenzeitung 112, 1933. Wie weit Abweichungen von diesem Verbot genehmigt wurden, darüber siehe unter Kapitel „Gesamtes Vermögen" S.226.
4) Für Ausnahmen ist die Genehmigung des Ministers des Innern und der Finanzen erforderlich, die nur erteilt wird, wenn die neuen Darlehen nicht mehr als 4 % effektive Zinslasten bedingen. (Drittes Gesetz zur Änderung des Gemeindeumschuldungsgesetzes v. 29.3.35 zitiert in Fft. Ztg. v. 2.4.35, 169.)

grundsätzlich an die Genehmigung der Vertretungskörperschaften, Magistrat und Stadtverordnetenversammlung gebunden. Diese setzten sich zum größten Teil aus Einwohnerschichten zusammen, die, ihrer sozialen Herkunft und Einstellung nach zu großer Ausgabefreudigkeit neigten.

„Der Leichtfertigkeit, mit der in den letztvergangenen Jahren, selbst dann noch, als die Not zu allen Rathausfenstern hereinschaute, in die Millionen gehende Ausgabenvermehrung gefordert und um der Popularität des Gebens auf der einen, die einer Abgabenentlastung auf der anderen Seite hinzuzufügen, gleichzeitig Steuer- und Gebührensenkungen beschlossen wurden" (1), machte man zuerst durch das preußische Gemeindefinanzgesetz und dann durch die deutsche Gemeindeordnung ein Ende, indem den Vertretungskörperschaften das Beschlußrecht genommen wurde. Jetzt haben diese nur noch „den Bürgermeister eigenverantwortlich zu beraten und seinen Maßnahmen in der Bevölkerung Verständnis zu verschaffen" (2). Die Beschlußgewalt dagegen hat nur der Gemeindeleiter. „Der Bürgermeister führt die Verwaltung in voller und ausschließlicher Verantwortung" (3). Damit ist er nicht mehr der Handlanger einer verantwortungslosen Körperschaft, die ihn durch das Abstimmungsergebnis zur Ausführung unsinniger Beschlüsse zwang. Auf der anderen Seite ist der allein verantwortliche Bürgermeister aber nicht unumschränkter Herr über die Gemeindefinanzen. Der verselbständigten Stellung des Bürgermeisters entspricht es, wenn ein weitgehendes Sicherungssystem gründlicher Prüfungsmethoden geschaffen wurde.

Das gemeindliche Rechnungsprüfungsamt hat zuerst die Bilanz- und Haushaltsaufstellung auf formelle und materielle Richtigkeit hin zu prüfen. Die Gemeinderäte können nun ihr Urteil im Prüfungsbe-

---

1) Frankfurter Ztg. v.29. 12. 33, 891.
2) Deutsche Gemeindeordnung, a.a.O. § 48 S. 55.
3) D.O. § 32.

richt niederlegen, der dann an die Aufsichtsbehörde geht. Diese muß sich mit Hilfe der überörtlichen Prüfungsämter evtl. unter Einforderung neuer Unterlagen über die Haushaltsführung des Bürgermeisters informieren. Jetzt erst kommt die Aufsichtsbehörde zum Beschluß über die Entlastung oder nötigenfalls auch disziplinarische Maßnahmen. Diese Stufenfolge von Prüfungsstellen haben natürlich auch die Kreditwünsche zu durchlaufen. Die wirtschaftlichen Unternehmungen der Gemeinden haben sich übrigens noch der besonderen Prüfung durch Bilanzprüfer zu unterziehen.

Dieses Sicherungssystem hat sich auf Grund der vorangegangenen gemeindlichen Mißwirtschaft als notwendig erwiesen.

Für die Anleihewirtschaft sind folgende Grundsätze von besonderer Wichtigkeit. „Die Gemeinde soll Vermögensgegenstände nur erwerben, soweit sie zur Erfüllung ihrer Aufgaben erforderlich sind", (§ 61) und zwar regelmäßig nur aus angesammelten Mitteln des ordentlichen Haushalts. Vermögensgegenstände, die für die Aufgaben in absehbarer Zeit nicht gebraucht werden, dürfen veräußert werden.

Die Gemeinde darf Darlehen nur im Rahmen des außerordentlichen Haushaltsplanes aufnehmen, und zwar nur zur Bestreitung eines außerordentlichen und unabweisbaren Bedarfs, der anderweitig nicht gedeckt werden kann (§ 76, 77).

„Als ein Krebsschaden besonderer Art, der in allerstärkstem Maße mit zu der katastrophalen kurzfristigen Verschuldung vieler Gemeinden beigetragen hatte, hatte sich die Praxis erwiesen, die Finanzierung mehr oder minder kostspieliger Unternehmungen zunächst im Wege kurzfristiger Kreditaufnahme vorzunehmen" (1). Die deutsche Gemeindeordnung schreibt vor, daß derartige Vorhaben erst in Angriff genommen werden dürfen, wenn die dafür vorgesehenen Mittel eingegangen sind oder deren Eingang

---

1) Frankfurter Zeitung v.29.12.33, 891.

rechtlich und tatsächlich gesichert ist (1).

Der sogenannten „Töpfchenwirtschaft" wird dadurch ein Riegel vorgeschoben, daß ein etwaiger Fehlbetrag im nächsten Haushalt als ordentliche Ausgabe eingesetzt werden muß (§ 85). So wird verhindert, daß später Anleihen zur Deckung der angeschwollenen Defizite aufgenommen werden müssen.

Das sind die wesentlichen, hier interessierenden neueren finanzpolitischen Grundsätze, die in Zukunft eine für Markt und Stadt gesunde Anleihewirtschaft garantieren.

---

1) Deutsche Gemeindeordnung, a.a.O. § 90.

C. Der Prospekt und die Publizität der Gemeinden.

a) Die Zeichnungsaufforderung.

Die Zeichnungsaufforderung ruft die Öffentlichkeit zur Zeichnung der Anleihe auf. Die vergangenen Jahre zeigten, daß die Stadtanleihen nicht risikofrei sind. Dem Interessenten muß deshalb die Prüfung einer Anleihe auf den „inneren Wert" hin möglich sein. Die erste Beurteilung über die Qualität einer Stadtanleihe muß der Kapitalgeber aus dem Zeichnungsprospekt gewinnen. Im Prospekt sind jedoch gewöhnlich nur sehr mangelhafte Unterlagen zur Beurteilung der Kreditwürdigkeit enthalten.

Bei der Prüfung der Stadtanleiheprospekte zeigt sich, daß teilweise alle Angaben über die Finanzen der Stadt, über ihre Steuerkraft fehlen. Das ist z.B. der Fall bei Zittau (Prospekt über die 8 %ige Anleihe von 1929) und Berlin (Prospekt auf 6 %ige Schatzanweisungen von 1933). Die meisten Prospekte geben allerdings eine knappe Darstellung der wirtschaftlichen Verhältnisse der Stadt, etwa in der Art wie bei der 8 %igen Anleihe der Stadt Bonn von 1929. Hier heißt es: „Der Grundbesitz der Stadt Bonn umfaßt insgesamt rund 717 Hektar mit einem Werte von rund RM 78 Millionen. Außerdem besitzt die Stadt Bonn eigene werbende und gut rentierende Betriebe, ausgedehnte Siedlungsanlagen und andere zahlreiche Gebäude und Grundstücke. Dem Gesamtvermögen der Stadt Bonn von rund RM 122 Millionen Schulden in einer Gesamthöhe von 28 Millionen gegenüber. Der Haushaltsplan von 1928 schließt in Einnahme und Ausgabe mit rund 28,177 Millionen ab".

Diese Ziffern sollen offenbar den Eindruck einer vorzüglich fundierten Anleihe hervorrufen. In ihrer Allgemeinheit jedoch sind sie völlig wertlos, solange die ausschlaggebenden Daten wie : Wahl des Bewertungstages, der Bewertungsgrundsätze, die Zusammensetzung des städtischen Vermögenskomplexes,

der Grad der Ausnutzung der Steuerkraft, die wahrscheinliche Entwicklung der Krisenlasten (Wohlfahrt), Verwendungszweck der Anleihe etc. nicht genannt werden. Diese und andere wichtige Gesichtspunkte bleiben in den Zeichnungsaufforderungen der Städte meist vollkommen unerörtert. Im folgenden sei deshalb untersucht, welche Mindestansprüche an die Zeichnungseinladung einer Stadtanleihe zu stellen sind.

Im Wesen der kommunalen Aufgaben liegt es, daß zur Tilgung und Verzinsung einer Stadtanleihe neben den Erträgnissen der stadteigenen gewerblichen Betriebe in erster Linie die Steuereinnahmen herbeigezogen werden müssen.

Die Sicherheit von Anleihekapital und Anleihedienst bestimmt sich daher weitgehend von der Seite der Entwicklung der Steuereinnahmen her. Dabei gibt es zweierlei zu bedenken. Der größte Teil der kommunalen Aufgaben ist unabdingbar, muß unter allen Umständen erfüllt werden. Ein entsprechender Teil der Einnahmen kommt deshalb für den Anleihedienst in keinem Augenblick auch nur in Frage. Andererseits schwanken die Steuereinnahmen sehr erheblich. Sie richten sich jeweils nach dem Stand der wirtschaftlichen Wechsellagen, der Konjunktur; werden die Steuern doch in Prozenten vom Umsatz, vom Verbrauch, vom Einkommen etc. erhoben. In einem bestimmten Zeitpunkt mögen die aus dem Steueraufkommen herrührenden Mittel zur Bedienung einer Anleihe glänzend hinreichen. Ob sie aber auch in anderen Stadien der Konjunktur völlig genügen, ist eine Frage, die der Zeichner einer Stadtanleihe nur dann halbwegs zu lösen imstande ist, wenn er genauere Angaben über die finanziellen Verhältnisse der Stadt aus dem Prospekt entnehmen kann.

Es ist also für den Zeichner wissenswert, die Höhe der Steuerüberweisungen von übergeordneten Verbänden sowie das Aufkommen an gemeindlichen Steuern und Abgaben zu kennen. Da ein Kommunalsteuerzuschlag von 100 % auch in kritischen Zeiten eine

größere Gewähr bietet, als wenn er schon jetzt ein Vielfaches davon beträgt, so muß die prozentuale Höhe der Gemeindeumlagen angegeben werden. Unzureichend sind diese Angaben aber noch immer, wenn nicht ein Vergleich für mehrere Perioden und mit anderen Gemeinden möglich ist. Es muß also die Kontinuität der geforderten Angaben, sowie das Steueraufkommen pro Kopf der Bevölkerung dargestellt werden. Unterschiedlich ist es weiterhin, ob die Steuerzahler in ihrem Einkommen eine gewisse Beständigkeit aufweisen, oder ob sie in Zeiten der Krise mehr oder weniger versiegen.

Einer Reihe von Städten ist es möglich, die Annuität für Ihre Anleihen ohne Inanspruchnahme der Steuerkraft der Bevölkerung zu decken, allein aus dem Ertrage ihrer gewerblichen Betriebe. Es wäre deshalb von Interesse zu wissen, welche Beträge der Gemeinde aus den kommunalen Versorgungsbetrieben zufließen. Das könnte am besten an Hand einer Gewinn- und Verlustrechnung dieser Betriebe dargelegt werden. Ein solcher Einblick hat für die Zeichner ein besonderes Interesse, wenn die von ihnen entliehenen Kapitalien zum Ausbau derartiger Unternehmen verwandt werden sollen. Darüber hinaus wäre eine Gliederung des gesamten Vermögens in rentierlichen und nicht werbenden Besitz vorzunehmen. Von vornherein müßte jedoch die Unsitte vermieden werden, sich mit summarischen hohen Vermögensangaben zu begnügen. Unter den werbenden Objekten müßten die hinsichtlich ihres Ertragswertes verschieden zu beurteilenden und bei den nicht rentierlichen die mit Veräußerungswert auch gesondert aufgeführt werden. Notwendig ist es zu wissen, nach welchen Wertmaßstäben die Vermögensaufstellung erfolgt ist. Bei den Schulden könnte eine Aufgliederung nach kaufmännischen (1) Gesichtspunkten erfolgen, wobei

---

1) Der Ausdruck „kaufmännisch" ist unter Berücksichtigung der den Gemeinden gestellten Aufgaben hier nicht so streng zu verstehen wie sonst im Wirtschaftsleben.

insbesondere genaue Angaben über den Verwendungszweck schon bestehender Schulden sowie der neuen dem Ansehen des Kommunalkredits dienlich wäre. Abzulehnen sind Angaben wie „Zweck: Verwaltungsaufgaben" oder ähnliche, und zu fordern sind die Voranschläge über die prozentuale Verwendung der neu aufgenommenen Anleiheschuld für die einzelnen Zwekke. Angaben über den Anleihedienst früherer Emissionen und die Zusammensetzung des Postens Wertpapiere sind unerläßlich. Auch bei den Passiven sind absolute Angaben wertlos, wenn nicht Relationen zu der Bevölkerungszahl hergestellt werden bzw. zu anderen Städten leicht hergestellt werden können. Publikationen, bei denen der letzte Abschluß um mehr als ein Jahr zurückliegt, sollten durch Aufschlüsse über die hauptsächlichsten Ereignisse des letzten Jahres und den Voranschlag für das laufende Jahr ergänzt werden. Angaben über Zuwachs, Abwanderung und die Arbeitslosigkeit der Bevölkerung, über die Verschuldung der Hausbesitzer und Gewerbetreibenden wären erwünscht.

Würde die öffentliche Unterbreitung von Beurteilungsmaterial in der hier geforderten Art und Weise von den Städten vorgenommen werden, so hätte wahrscheinlich schon manche von ihnen in der Vergangenheit nicht gewagt, mit unsoliden Emissionswünschen an den Markt zu treten, und eine gesündere Anleihewirtschaft als bisher wäre bei den deutschen Städten gewährleistet.

Aber der Hauptzweck der Publikationen ist ja eine klare und zutreffende Orientierung des Zeichners über die Sicherheit des evtl. zu gewährenden Kapitals. Mit Rücksicht auf die Unerfahrenheit besonders der kleinen Kapitalgeber sollten die einzelnen Städte das Zahlenmaterial in der hier vorgeschlagenen detaillierten Weise der Öffentlichkeit unterbreiten.

b) Laufende Finanzausweise.

Zur weiteren Beurteilung einer Anleihe ist unerläßlich, daß der Kapitalgeber durch fortlaufende Veröffentlichungen über die Finanz- und Vermögenslage der Stadt auf dem laufenden gehalten wird. Die jährlichen Haushaltspläne, deren Studium „durch ihren beträchtlichen Umfang (Hunderte von Seiten und Tausende von Posten), die geringe Übersichtlichkeit und das Fehlen eines einheitlichen Schemas außerordentlich erschwert" (1) war, sind auf Grund des Gemeindefinanzgesetzes von 1933 nach einheitlichen und vereinfachten Richtlinien aufzustellen (2), sodaß anstelle der Unkontrollierbarkeit nunmehr auch die notwendige Vergleichbarkeit der Etats mit anderen Gemeinden getreten ist. Wichtig für den Laien ist besonders aber die Bestimmung, daß in Zukunft der kommunale Haushaltsplan und die Jahresrechnung durch eine Vermögensrechnung in Form der kaufmännischen Bilanz und eine Erfolgsrechnung nach Art der kaufmännischen Verlust- und Gewinnrechnung ergänzt werden sollen (3).

Außerdem sind die Gemeinden mit über 25000 Einwohnern seit 1.4.31 verpflichtet, laufende halbjährliche Ausweise über Einnahmen und Ausgaben nach einem vom Finanzministerium entworfenen Einheitsschema zu veröffentlichen. Aber auch von diesen muß gesagt werden, daß „diese nach kameralistischen Grundsätzen aufgestellten Halbjahresausweise jedoch dem Laien kaum einen Einblick in die Finanzgebarung zu vermitteln vermögen" (4). Unzulänglich sind diese

---

1) Wolfgang, E., Publizitätsmängel im öffentlichen Schuldenwesen. In Dt.Ökonomist 50.Jahrg.1932, S.649.
2) Gemeindefinanzgesetz in Preuß.Gesetzsammlung 1933, 78 S.459 § 85.
3) Siehe Gemeindefinanzgesetz, a.a.O.S.459 § 85.
4) Mahrholz, W., Vorschläge zur Reform des Renten-

Ausweise außerdem, weil kein Bericht über die Entwicklung des Schuldenstandes nebenhergeht. Eine erfreuliche Ausnahme macht die Stadt Berlin, die mit ihren monatlichen Finanzausweisen vorbildliche Publizität betreibt.

Es müßte also eine Auflockerung der erstarrten, ungefügen Ziffern in lebendig sprechende Zahlenbilder, ähnlich den Richtlinien, die für die Zeichnungsaufforderung verlangt wurden, erfolgen. Die Publizierung könnte derart gehandhabt werden, daß „die periodischen Einzelveröffentlichungen entweder vom statistischen Reichsamt oder vom Deutschen Städtetag für diejenigen Kommunen, soweit sie Anleihen ausgegeben haben, zusammenzustellen und ähnlich, wie es mit den Zwischenbilanzen der Banken geschieht, der Öffentlichkeit bekannt zu geben wären. In Zukunft sollte also jeder Kommunalanleihe die Zulassung zum amtlichen Börsenverkehr versagt werden, wenn sie sich nicht zu einer periodischen Publizierung ihrer Vermögenslage verpflichtet" (1).

Beachtenswerte Aufschlüsse über die Gesamtentwicklung des kommunalen Schuldenstandes an Hand von Globalziffern für bestimmte Kategorien von Städten sind aus den jährlichen Veröffentlichungen des Statistischen Reichsamtes (2) zu entnehmen. Sie sind jedoch für den einzelnen nur zu Vergleichszwecken und nicht zur Orientierung über eine bestimmte Gemeinde dienlich.

---

marktes Nr.41 v.18.2.32. In Berliner Börsenberichte, S.5. Vgl. hierzu auch Wolfgang, a.a.O. S. 649.

1) Mahrholz, a.a.O. S.5.

2) Siehe auch die Veröffentlichung: „Öffentl.Kredit und Wirtschaftskrise". Ergebnisse der Reichsschuldenstatistik v.1929-32 und Zusammenstellung von Rechtsvorschriften über das öffentl.Schuldenwesen, Einzelschriften zur Statistik des Dt. Reiches Nr.27, Berlin 1933.

c) Der Zulassungsantrag.

Der Zulassungsantrag, auf Grund dessen eine Anleihe zum Börsenhandel gebracht wird (1), ist das Produkt sorgfältiger Zusammenarbeit zwischen der Emissionsbank und der Stadt. Den endgültigen Inhalt des Zulassungsantrages entscheiden jedoch die Zulassungsstellen an den Börsen. Sie haben die Aufgabe, sich dabei von den Publizitätsinteressen der Allgemeinheit leiten zu lassen, d.h. alles zu tun, um die Verhältnisse des Emittenten und damit auch den Wert der Anleihe klar zutage treten zu lassen. Sie fassen den Kreis ihrer Verpflichtungen aber nicht so weit, daß bei minderer Bonität einer Stadtanleihe die Emission von der Börse ferngehalten würde. Ihre Mission sehen sie als beendet an, wenn die Öffentlichkeit sich über den Wert oder den Unwert einer Anleihe auf Grund der Angaben im Prospekt ein richtiges Bild machen kann. Leider hat man in vergangenen Jahren aber vielfach die Bonität der Stadtanleihen außer jedem Zweifel gestellt und sich damit begnügt, die seit 1910 gesetzlich vorgeschriebenen Mindestangaben in den Prospekt aufzunehmen. Das lief auf eine allzu formale Auffassung des für einen Zulassungsantrag notwendigen Inhalts hinaus, sodaß Klarheit über die wirtschaftlichen Verhältnisse fast nie erreicht wurde.

---

1) Zulassungsanträge f.Stadtanleihen können unterbleiben, wenn es die Landesregierung anordnet, wobei diese Anordnung ohne weiteres die Zulassung zur Folge hat. In dem zu beobachtenden Zeitraum ist nur für die erste Hälfte der 1926er 7 %igen Berliner Stadtanleihe von der Möglichkeit Gebrauch gemacht ohne Klarlegung ihrer Verhältnisse allein auf Grund des Prestiges mit Anleihewünschen an den Markt zu treten. Das verbot sich später schon von selbst, wenn die Stadt den Erfolg ihrer Anleihe sichern wollte.

Prüfen wir z.B. den anliegenden Prospekt der 5 %igen Münchener Schatzanweisungen aus dem Jahre 1929. Die Aktiven betragen 659,136 Millionen und gliedern sich in a) Kapitalien, b) Debitoren und c) Gebäude und Grundbesitz, Betriebsanlagen, Mobilien samt Vorräten. A setzt sich aus Betriebsvermögen (23,34), Kämmereivermögen (3,35) und Fonds (11,35 und 69,25) zusammen. Während zu den Debitoren (8,55) nichts gesagt ist, weist C eine Aufteilung in 1. werbend (180,39) und 2. Finanzvermögen (362,88) mit je 8 bzw. 6 Unterposten auf.

Diesen Aktiven stehen in fünf Posten untergegliederte Passiven mit insgesamt 140,09 Millionen gegenüber, so daß sich ein Reinvermögen von 519,03 Millionen ergibt. Nachträglich werden noch Bürgschaftsverpflichtungen in Höhe von 20,55 Millionen geführt.

Dieser Aufstellung, die per 31.3.28 abschließt, folgt eine summarische Aufzählung der Einnahmen und Ausgaben im Rechnungsjahre 1927, wobei sich ein Einnahmeüberschuß von 39.335 RM ergibt, so daß beide Seiten mit 229,57 Millionen ausgeglichen sind.

Aufstellung und Angaben dieses Zulassungsantrages erwecken nicht den Eindruck eines Prospektes, der sorgfältig und verantwortungsbewußt aufgestellt wurde. Er scheint eher das Werk einiger Stunden zu sein. Diese Vermutung wird noch bestätigt durch die Feststellung, daß man sich nicht einmal die Mühe gemacht hat, über die seit dem Stichtag verflossenen dreiviertel Jahre auch nur notizweise zu berichten, noch einen Voranschlag für das laufende Jahr beizufügen. Mit keinem Wort wird erwähnt, nach welchen Grundsätzen das ganze Vermögen bewertet wurde. Interessant wäre die Benennung der im einzelnen zur Bewertung herangezogenen Objekte, z.B. bei dem Posten Betriebsvermögen. Erklärungen zu den Debitoren wurden vermieden. Bei Betrachtung der werbenden Anlage wäre es wissenswert, welche Beträge von den verschiedenen Werken abgeworfen werden, und in welchem Zustande sich diese befinden. Ein verhältnis-

P R O S P E K T

über

Reichsmark 16 000 000.-

5 %ige Schatzanweisungen der Bayerischen Landeshauptstadt München vom Jahre 1928

auf Feingoldbasis (Eine Reichsmark = 1/2790 kg Feingold).

- Rückzahlbar am 1. April 1931 zum Kurse von 108 % -

- Reichsmündelsicher -

- Umtauschbar auf Verlangen des Inhabers in eine 7 %ige langfristige reichsmündelsichere Anleihe der Bayerischen Landeshauptstadt München vom Jahre 1928 auf Feingoldbasis -

Buchstabe	A	160	Stück	Nr.1-	160	zu je	RM	10 000,-	= RM	1 600 000,-
"	B	640	"	" 1-	640	" "	"	5 000,-	= "	3 200 000,-
"	C	3200	"	" 1-3200		" "	"	2 000,-	= "	6 400 000,-
"	D	4800	"	" 1-4800		" "	"	1 000,-	= "	4 800 000,-
		8800	Stück						RM	16 000 000,-

Die Stadtgemeinde München hat mit Genehmigung der Regierung von Oberbayern, Kammer des Innern, in München vom 4. Spril 1928 Nr.i 2023 A I die obige Schatzanweisungsanleihe aufgenommen. Das Bayerische Staatsministerium des Innern hat mit Entschließung vom 5.April 1928 Nr.3015 c VII (veröffentlicht im Bayerischen Staatsanzeiger Nr.81 vom 7.April 1928) die Ausgabe von Schatzanweisungen auf den Inhaber gemäß § 795 BGB genehmigt. Die Schatzanweisungen sind auf Grund des Reichsratsbeschlusses vom 18.Oktober 1928 reichsmündelsicher.

Der Erlös der Schatzanweisungen ist zur Bestreitung der Ausgaben für den Ausbau der städtischen Straßenbahnen, der städtischen Wasserversorgung, der städtischen Kanalisation, der städtischen Bestattungsanstalten, des städtischen Schlacht- und Viehhofes und der städtischen Pfandleihanstalt bestimmt.

Die Schatzanweisungen sowohl wie die weiter unten näherbezeichnete 7 %ige langfristige Anleihe stellen unmittelbare Verpflichtungen der Stadtgemeinde München dar, die für ihre Erfüllung mit ihrem gesamten gegenwärtigen und zukünftigen Vermögen und mit ihrer ganzen Steuerkraft haftet. Die Stadtgemeinde hat sich verpflichtet, während der Laufzeit der Schatzanweisungen und der Anleihe keine Anleihe irgendwelcher Art aufzunehmen, die dem Gläubiger eine besondere Sicherheit gewährt. Sollte ein anderer Gläubiger dingliche oder sonstige Sicherheiten bestellt erhalten, so verpflichtet sich die Stadtgemeinde, den Gläubigern dieser Schatzanweisungen und der Anleihe gleichrangige Sicherheiten zu bestellen.

Die Schatzanweisungen lauten auf den Inhaber; sie tragen das Ausstellungsdatum vom 1.April 1928 und sind mit den faksimilierten Unterschriften des Oberbürgermeisters, des Finanzreferenten, des Direktors der Etatsbuchhaltung sowie mit der handschriftlichen Unterschrift eines städtischen Kontrollbeamten versehen; sie sind mit sechs halbjährigen, am 1.April und 1.Oktober jeden Jahres fälligen Zinsscheinen ausgestattet; der erste Zinsschein war am 1.Oktober 1928, der letzte ist am 1. April 1931 fällig.

Die Schatzanweisungen sind seitens der Inhaber unkündbar; sie werden, soweit nicht seitens der Inhaber von dem ihnen zustehenden Recht des Umtausches in eine 7 %ige langfristige Anleihe der Stadtgemeinde München gemäß nachfolgender Bedingungen Gebrauch gemacht wird, am 1.April 1931 zur Rückzahlung zum Kurse von 108 % fällig.

Die Inhaber der Schatzanweisungen sind während der beiden letzten Jahre der Laufzeit der Schatzanweisungen berechtigt, jederzeit deren Umtausch in einen gleichen Nennbetrag einer

reichsmündelsicheren 7 %igen Anleihe der Bayerischen Landeshauptstadt München auf Feingoldbasis

- tilgbar durch Ankauf oder Auslosung ab 1.April 1931 bis zum 1.April 1953 mit jährlich 2 % des Anleihekapitals zuzüglich der durch die fortschreitende Tilgung ersparten Zinsen, verstärkte Tilgung und Gesamtkündigung bis zum 1.April 1933 ausgeschlossen -

zu verlangen, wobei die Anleihe zu 93 ¼ % zuzüglich Stückzinsen berechnet und die Schatzanweisungen

in der Zeit vom	1.April	1929	bis 30.September	1929	zu 102 ½ %
" " "	1.Oktober	1929	bis 31.März	1930	zu 104 ¼ %
" " "	1.April	1930	bis 30.September	1930	zu 106 %
" " "	1.Oktober	1930	bis 31.März	1931	zu 107 ½ %
und am	1.April	1931			zu 109 %

- ebenfalls unter Verrechnung der laufenden Stückzinsen -

in Zahlung genommen werden.

Die Genehmigung zur Ausgabe der 7 %igen Anleihe im Nennbetrage von RM 16 000 000,- in Form von Schuldverschreibungen auf den Inhaber ist der Stadtgemeinde München gleichzeitig mit derjenigen für die Ausgabe der Schatzanweisungen in den oben erwähnten Urkunden erteilt worden.

Die 7 %igen Schuldverschreibungen sind bereits ausgefertigt und bei der Bayerischen Vereinsbank in München als Treuhänder hinterlegt.

Die Einlösung der Zinsscheine und die Rückzahlung des Kapitals erfolgen bei Fälligkeit in gesetzlichen Zahlungsmitteln. Für jede geschuldete Reichsmark ist der in Reichswährung ausgedrückte Preis von 1/2790 kg Feingold zu zahlen. Dieser Preis ist der auf Grund der Verordnung vom 29. Juni 1923 (R.G.Bl.I Seite 482) im Reichsanzeiger am 15. des der Fälligkeit vorangehenden Monats bekanntgegebene Londoner Goldpreis (oder, falls an diesem Tage kein amtlicher Goldpreis veröffentlicht wird, der zuletzt veröffentlichte Goldpreis), umgerechnet nach dem Mittelkurse der an diesem Tage an der Berliner Börse erfolgten amtlichen Notierung für Auszahlung London (oder mangels einer Notierung an diesem Tage der letzten amtlichen Notierung vor diesem Tage). Ergibt sich aus dieser Umrechnung für das Kilogramm Feingold ein Preis von nicht mehr als 2800 Reichsmark und nicht weniger als 2780 Reichsmark, so ist für jede geschuldete Reichsmark eine Reichsmark in gesetzlichen Zahlungsmitteln zu zahlen.

Die Einlösung der Zinsscheine und der zur Rückzahlung fälligen Schatzanweisungen erfolgt kostenfrei außer bei der Stadthauptkasse München und der städtischen Spar- und Girokasse München in München, Berlin, Frankfurt a.M., Augsburg, Bamberg, Düsseldorf, Essen, Hamburg, Karlsruhe und Köln bei den nachstehend aufgeführten Banken und Bankfirmen sowie deren Filialen: Bayerische Vereinsbank, Mendelssohn & Co., Reichs-Kredit-Gesellschaft Aktiengesellschaft, Lazard Speyer-Ellissen Kommanditgesellschaft auf Aktien, Friedr. Schmid & Co., A.E.Wassermann, J.Dreyfus & Co., E.L.Friedmann & Co., B.Simons & Co., Simon Hirschland, L.Behrens & Söhne, Straus & Co., A.Levy, Sal. Oppenheim jr. & Cie., J.H.Stein.

Bei den vorgenannten Banken und Bankfirmen erfolgt auch kostenfrei die Vornahme aller die Schatzanweisungen betreffenden Maßnahmen, insbesondere des Umtausches in die 7 %ige langfristige Anleihe.

Alle die Schatzanweisungen betreffenden Bekanntmachungen werden in den von den Zulassungsstellen an den Börsen zu München, Berlin, Frankfurt a.M. und Hamburg dafür bestimmten Zeitungen veröffentlicht.

Aufstellung

über das Vermögen und die Schulden der Stadtgemeinde München nach dem Stande vom 31. März 1928 (ohne Stiftungen, Spar- und Girokasse und Pfandleihanstalt).

Vermögen.

a) Kapitalien:		
Betriebsvermögen	RM 23 343 100,-	
Kämmereivermögen	" 3 355 000,-	
Verfügbare Anlehensgelder und Kontokorrenteinlagen der städtischen Fonds	" 11 355 000,-	
Bestände der Erneuerungs-, Tilgungs- und Baufonds	" 69 256 900,-	RM 107 310 000,-
b) Debitoren		" 8 552 000,-
		RM 115 862 000,-

1. Werbend:			
Elektrizitätswerke	RM	64 748 000,-	
Gaswerke	"	25 104 000,-	
Straßenbahnen	"	29 756 000,-	
Wasserversorgung	"	26 563 000,-	
Schlacht- und Viehhof	"	17 071 000,-	
Badeanstalten	"	2 201 000,-	
Großmarkthalle	"	11 938 000,-	
Städtische Güter	"	3 010 000,-	RM 180 391 000,-
2. Finanzvermögen:			
Gebäude- und Grundstücksverwaltung einschließlich Mobilien	RM	253 954 000,-	
Krankenanstalten	"	26 680 000,-	
Schulhäuser und Bildungsanstalten	"	65 411 000,-	
Wohlfahrtspflege	"	5 868 000,-	RM 351 913 000,-
Kämmerei-Inventar			" 7 416 000,-
Vorräte			" 3 554 000,-
		Gesamtvermögen:	RM 659 136 000,-

Schulden.

a) Inhaber-Anleihen:			
Ablösungsanleihe mit Auslosungsrechten im achtfachen Nennwert des nach § 31 Abs.I des Ablösungsgesetzes errechneten Aufwertungsbetrages	RM	30 601 700,-	
Wertbeständige Schulden (Reste aus dem Jahre 1923)	"	3 700,-	
7 %ige Dollaranleihe 1925	"	32 846 900,-	RM 63 452 300,-
b) Schuldscheine-Anleihen:			
Noch nicht aufgewertete	RM	24 400,-	
Aufgewertete Reichsmark- u.Feingold-Darlehen	"	13 606 700,-	" 13 631 100,-
c) Kaufpreisreste			" 5 987 600,-
d) Inneramtliche Schulden: (Kontokorrenteinlagen, Vorschüsse aus Gemeindefonds usw.)			" 56 567 100,-
e) Zahlungsrückstände und Passivvorschüsse			" 458 700,-
		Gesamtschulden:	RM 140 096 800,-

Es bestehen Bürgschaftsverpflichtungen der Stadtgemeinde München in Höhe von RM 20 550 023,-, hierunter RM 19 618 500,- gegenüber der städtischen Spar- und Girokasse für die von dieser zur Finanzierung der Wohnungsbauprogramme der Rechnungsjahre 1926 und 1927 hingegebenen Hypothekdarlehen.

Die Gesamteinnahmen und -Ausgaben der Stadt im Rechnungsjahre 1927 setzen sich zusammen aus:

Einnahmen

der allgemeinen Verwaltung	RM	4 258 639,-
" Bauverwaltung (einschließlich Straßenbau und Gärtenverwaltung)	"	10 241 883,-
" Polizeiverwaltung	"	748 278,-
" Beschaffungsstellen	"	3 960 228,-
" städt.Werkbetriebe (Elektrizitätswerke, Gaswerke, Straßenbahnen, Wasserversorgung, Schlacht- und Viehhof, Badeanstalten, Großmarkthalle, städt.Güter)	"	94 249 073,-
" übrigen Betriebe: (Weinkellerei, Kraftwagenpark, Kanalisation, Straßenreinigung, Hausunratabfuhr, Bestattungsanstalten, Straßenbeleuchtung, Feuerlöschwesen, Rettungsdienst usw.)	"	12 392 373,-
" Schulen	"	3 343 645,-
aus den Sammlungen,Büchereien,Ausstellungshallen,Förderung der Industrie	"	283 067,-
" den Krankenanstalten	"	4 902 138,-
" der Förderung des Wohnungsbaues	"	5 770 230,-
" " Wohlfahrtspflege (einschließlich Arbeitsnachweis und Erwerbslosenfürsorge)	"	15 096 013,-
" " Finanzverwaltung	"	9 806 860,-
	RM	165 052 427,-

		Übertrag: RM	165 052 427,-
aus den Steuern:			
a) Anteil an den Reichs- und Landessteuern	RM 31 145 901,-		
b) aus Grund- und Hausbesitz	" 11 620 821,-		
c) aus der Gewerbebesteuerung	" 7 681 911,-		
d) aus Gemeindesteuern	" 9 338 101,-		
e) Straßen usw.	" 235 383,-	"	60 022 117,-
Gebäude und Grundbesitz		"	4 497 149,-
		Summe: RM	229 571 693,-

Ausgaben

für allgemeine Verwaltung	RM 10 624 240,-
" Bauverwaltung	" 16 872 242,-
" Polizeiverwaltung	" 4 704 724,-
" die Beschaffungsstellen	" 4 015 040,-
" die städtischen Werkbetriebe	" 84 279 752,-
" die übrigen Betriebe	" 16 136 731,-
" die Schulen	" 12 151 772,-
" die Sammlungen, Büchereien, Ausstellungshallen, Förderung der Industrie	" 5 026 250,-
" Krankenanstalten	" 5 799 767,-
" die Förderung des Wohnungsbaues	" 6 133 739,-
" die Wohlfahrtspflege	" 39 975 567,-
" die Finanzverwaltung	" 17 023 606,-
" die Steuerverwaltung	" 5 437 116,-
" Gebäude und Grundbesitz	" 1 351 812,-
Summe:	RM 229 532 358,-

Der t a t s ä c h l i c h e Ü b e r s c h u ß der Einnahmen über die Ausgaben für das Rechnungsjahr 1927 beträgt RM 39 335,-.

Die Einwohnerzahl der Stadt München betrug am 1.Januar 1928 rund 697 000.

Die Gesamtfläche der der Stadt München gehörigen Liegenschaften einschließlich der von ihr verwalteten Stiftungen beläuft sich auf ungefähr 9220 ha.

München, im Januar 1929.

Stadtrat
der Landeshauptstadt München.

Auf Grund vorstehenden Prospektes sind

RM 16 000 000,-

5 %ige Schatzanweisungen der Bayerischen Landeshauptstadt München vom Jahre 1928 auf Feingoldbasis (Eine Reichsmark = 1/2790 kg Feingold).
- Rückzahlbar am 1. April 1931 zum Kurse von 108 % -
- Reichsmündelsicher -
- Umtauschbar auf Verlangen des Inhabers in eine 7 %ige langfristige reichsmündelsichere Anleihe der Bayerischen Landeshauptstadt München vom Jahre 1928 auf Feingoldbasis -

Buchstabe	A	160 Stück	Nr.	1- 160	zu je RM	10 000,- = RM	1 600 000,-
"	B	640 "	"	1- 640	" " "	5 000,- = "	3 200 000,-
"	C	3200 "	"	1-3200	" " "	2 000,- = "	6 400 000,-
"	D	4800 "	"	1-4800	" " "	1 000,- = "	4 800 000,-
		8800 Stück				RM	16 000 000,-

zum Handel und zur Notiz an der Münchener, Frankfurter und Hamburger Börse zugelassen

München, Frankfurt a.M., Hamburg, im Januar 1929.

Bayerische Vereinsbank

Lazard Speyer-Ellissen
Kommanditgesellschaft auf Aktien.

J. Dreyfus & Co.

L. Behrens & Söhne.

Simon Hirschland.

mäßig mächtiger Posten befindet sich unter dem Finanzvermögen, als „Gebäude- und Grundstücksverwaltung einschließlich Mobilien" (253,95 Millionen) bezeichnet. Darunter befinden sich sicherlich Objekte, die hinsichtlich der Realisierbarkeit verschieden zu beurteilen sind. Unter den Schulden vermißt man jegliche Angaben über den Schuldendienst der 7 %igen Dollaranleihe von 25 usw. Wir könnten so seitenlang fortfahren, den vorliegenden Zulassungsantrag nach den Gesichtspunkten zu zerpflücken, die für den Zeichnungsprospekt gefordert wurden.

Werfen wir noch einen Blick auf die Allgemeinheit der Stadtanleiheprospekte. Es muß von vornherein gesagt werden, daß in den letzten Jahren daran viel auszusetzen war. Gegen das Prinzip, dem Zeichner keine veralteten Zahlen vorzulegen, wurde sehr häufig verstoßen. Vielfach lagen die Stichtage der in den Prospekten veröffentlichten Bilanzen 1 ¼ - 1 ½ Jahre zurück. Die seitdem eingetretenen Veränderungen waren nicht verzeichnet. Es handelt sich natürlich fast ausschließlich um eine nachteilige Weiterentwicklung der städtischen Finanzen. Diese war in den Jahren 1926 - 1929 durch den Expansionsdrang und danach durch die Haushaltsdefizite bei den deutschen Kommunen hervorgerufen worden. Durch einfaches Weglassen aller nachträglichen Wertveränderungen konnte so leicht eine Irreführung des Publikums bewirkt werden. Solche wenig zeitgemäße Aufstellungen finden wir z.B. bei den 8 %igen Breslauer Emissionen von 28, zugelassen Ende August bzw. Mitte Oktober 1928. Die Prospektangaben fußen auf Vermögensübersichten per 31.3.1927. Bei der 7 %igen Königsberger Anleihe von 1928, I, die Ende August zur Börse zugelassen wurde, lag der Stichtag 17 Monate zurück, und bei der 8 %igen von 29 betrug der Zwischenraum 1 ¼ Jahr. Ebensogroß war er bei den 5 %igen Dortmunder Schatzanweisungen von 28 usw. Auch noch im September 1933 datierte im Prospekt für die 5 %igen Schatzanweisungen der Stadt München von 28 der letzte Rechnungsabschluß per 31.3.1932,

also beinahe 1 ½ Jahre zurück. Es wäre den Städten ohne viel Mühe möglich gewesen, auch wenn das letzte Rechnungsjahr endgültig noch nicht abgeschlossen war, den neuesten finanziellen Stand durch Fortführung der vorjährigen Ziffern oder durch Fußnoten die in der Zwischenzeit eingetretenen Veränderungen zu klären. Da die Städte ja auch am 31. Oktober einen Abschluß zu machen pflegen, dürften in Zukunft keine Vermögensaufstellungen publiziert werden, die länger als ein halbes Jahr zurückliegen. Weiter ist es wichtig, daß Unklarheiten betr. der Zusammensetzung einzelner Bilanzwerte vermieden werden. Es geht also nicht an, einfach einen Posten „Kapitalschulden" aufzuführen, ohne ihn nach Art und Fälligkeit der Beträge zu gliedern. Das ist z.B. der Fall in dem folgenden Prospekt der 8 %igen 1926er Baden-Badener Anleihe vom März 1927, in dem auch die schematische Zusammenziehung der Aktiva zu 7 und der Passiva zu 2 Posten zu bemängeln ist. Wenn die Bewertungsmaßstäbe nicht angegeben werden, wie das bei einer Reihe von Prospekten und z.B. auch bei dem im März 1929 veröffentlichten der 8 %igen Breslauer Emissionen von 28,II. der Fall ist, so muß angenommen werden, daß die Publizierung der Wertermittlung aus Furcht vor der Kritik unterbleibt. Es genügt auch nicht die Angabe, wie das z.B. in dem Prospekt der Plauener Anleihe von 27 geschehen ist, daß „Grundstücke und Anlagen je nach Art mit 31 bis 62 % des Vorkriegswertes" eingesetzt seien.

Im einzelnen ergeben sich fast bei allen Prospekten Anlässe, eine Klarstellung zu fordern. Der Prospekt für die Dresdner Schatzanweisungen von 1929 läßt z.B. nicht erkennen, wie die im Besitze der Stadt Dresden befindlichen Aktien bewertet werden. Als weiteres Beispiel sei der Prospekt der 8 %igen Breslauer Anleihe von 28, II. erwähnt, der einen beträchtlichen Posten Aktivhypotheken von 41,61 Millionen aufführt, ohne daß gesagt wird, worauf diese Hypotheken ruhen.

P r o s p e k t

über RM 2 000 000,- 8 %ige Goldanleihe von 1926 der

Stadt Baden-Baden

verstärkte Tilgung und Gesamtkündigung frühestens zum 1. Januar 1931 zulässig

190 Stück zu je RM 5 000,- Buchstabe A Nr. 1- 190
810 Stück zu je RM 1 000,- Buchstabe B Nr. 191--1000
420 Stück zu je RM 500,- Buchstabe C Nr.1001-1420
300 Stück zu je RM 100,- Buchstabe D Nr.1421-1720

Die Stadt Baden-Baden hat auf Grund des Beschlusses des Bürgerausschusses vom 2. Juni 1926 und gemäß der Urkunde des Badischen Ministeriums des Innern vom 3.August 1926 - veröffentlicht in der Karlruher Zeitung (Badischer Staatsanzeiger) Nr.185 vom 13.August 1926 - eine Goldanleihe gegen Inhaberschuldverschreibungen im Gesamtbetrage von RM 2 000 000,- nach § 795 BGB. und § 14 der Badischen Allgemeinen Ausführungsbestimmungen hierzu aufgenommen.

Der Erlös der Anleihe dient zur Förderung des Wohnungsbaus und zur Bestreitung des Aufwands für außerordentliche Unternehmungen.

Kapital und Zinsen werden bei der Fälligkeit in gesetzlichen Zahlungsmitteln bezahlt. Für jede geschuldete Reichsmark ist der in Reichswährung ausgedrückte Preis von 1/2790 stel kg Feingold zu zahlen. Dieser Preis ist der auf Grund der Verordnung vom 29. Juni 1923 (R.G.Bl.S.482) im Reichsanzeiger bekanntgegebene Londoner Goldpreis, umgerechnet nach dem Mittelkurs der Berliner Börse auf Grund der amtlichen Notierung des zehnten Werktages vor dem Tage der Fälligkeit. Ergibt sich aus dieser Umrechnung für das Kilogramm Feingold ein Preis von nicht mehr als 2 800,- Reichsmark und nicht weniger als 2 780,- Reichsmark, so ist für jede geschuldete Reichsmark, eine Reichsmark in gesetzlichen Zah-

lungsmitteln zu zahlen.

Die Anleihe stellt eine unmittelbare Verpflichtung der Stadt Baden-Baden dar, die für ihre Erfüllung mit dem gesamten gegenwärtigen und zukünftigen Vermögen und mit ihrer gesamten Steuerkraft haftet.

Die Anleihe ist mit 8 % jährlich verzinslich. Die Auszahlung der Zinsen geschieht halbjährlich, nachträglich je auf den 1. Januar und 1. Juli.

Die Heimzahlung der Anleihe erfolgt mit 2 v.H. zuzüglich der durch die fortschreitende Tilgung ersparten Zinsen. Die regelmäßige Tilgung beginnt am 1. Januar 1928 und ist in 21 Jahren beendet.

Die Schuldverschreibungen, welche auf den Inhaber lauten und unter dem 1.Oktober 1926 ausgefertigt sind, tragen die faksimilierte Unterschrift des Oberbürgermeisters, ferner das Stadtsiegel. Sie sind mit halbjährlich am 1.Januar und 1.Juli - zuerst am 1.Januar 1927 - fälligen Zinsscheinen auf zehn Jahre und Erneuerungsscheinen versehen.

Die Anleihe ist seitens der Gläubiger unkündbar. Der Stadt Baden-Baden steht dagegen das Recht zu, vom 1.Januar 1931 ab verstärkt zu tilgen, oder das ganze Kapital mit dreimonatlicher Frist zu kündigen.

Die regelmäßige, wie die verstärkte Tilgung geschieht durch Rückkauf oder durch Verlosung der heimzuzahlenden Stücke. Die Verlosung findet zutreffendenfalls unter Leitung des Oberbürgermeisters oder seines Stellvertreters, im Beisein von 2 Urkundspersonen, alljährlich im Monat Juli statt. Über die Auslosung der heimzuzahlenden Schuldverschreibungen wird eine Urkunde aufgenommen, und vom Oberbürgermeister oder seinem Stellvertreter, sowie von den Urkundspersonen unterschrieben. Die eingelösten Schuldverschreibungen und Zinsscheine werden unter Leitung des Oberbürgermeisters oder seines Stellvertreters, in Gegenwart zweier Urkundspersonen, verbrannt. In der hierüber aufzunehmenden Niederschrift sind die vernichteten Schuldverschreibungen zu bezeichnen.

Die zur regelmäßigen Tilgung ausgelosten Schuld-

verschreibungen werden jeweils am darauffolgenden 1.Januar zur Rückzahlung fällig.

Das Ergebnis einer jeden Ziehung, gleichwie eine vollständige Kündigung wird spätestens drei Monate vor der jeweiligen Heimzahlung im Deutschen Reichsanzeiger, in der Karlsruher Zeitung und in der Frankfurter Zeitung bekannt gemacht.

Die Stadt kann auch den zu tilgenden Betrag ganz oder teilweise durch Ankauf beschaffen; ist dies geschehen, so wird der Betrag der angekauften Schuldverschreibungen neben den etwa durch Auslosung aufgerufenen alsbald nach der Ziehung in der oben angegebenen Weise veröffentlicht. Die Nummern der bereits früher ausgelosten, jedoch nicht eingelösten Teilschuldverschreibungen werden alljährlich ebenfalls in den drei genannten Blättern veröffentlicht.

Die Verzinsung der gekündigten Kapitalien hört mit dem durch die Verlosung zur Heimzahlung bestimmten Tage auf.

Die Schuldverschreibungen werden auf Verlangen des Inhabers auf bestimmte Namen umgeschrieben.

Jede Umschreibung oder jede Löschung einer solchen kann nur durch das städtische Rechnungsamt Baden-Baden erfolgen. Sie wird auf der Schuldverschreibung vermerkt.

Die Einlösung der fälligen Zinsscheine und Schuldverschreibungen, sowie die Ausgabe neuer Zinsscheinbogen und etwaiger Konvertierungen erfolgen kostenfrei an folgenden Stellen:

Baden-Baden:

Rheinische Creditbank Filiale Baden-Baden,
Mitteldeutsche Creditbank Filiale Baden-Baden, vorm. Meyer & Diss,
Süddeutsche Disconto-Gesellschaft A.-G. Filiale Baden-Baden,
Fuld & Co.,
Gewerbe- und Handelsbank Lichtental, e.G.m.b.H.,
Carl T. Hermann & Co.,
Schmidt & Co., Bankkommandite,

Städtische Sparkasse Baden-Baden,
Vereinsbank Baden-Baden, e.G.m.b.H.
Frankfurt a.M.:
Deutsche Bank Filiale Frankfurt,
Mitteldeutsche Creditbank,
E. Ladenburg.

Aufstellung des Gesamt-Vermögens- und Schuldenstandes der Stadt Baden-Baden (nach dem Stande am 1.Januar 1927).

A. Vermögen.

1. Gebäude		RM	8 558 115,-
2. Landwirtschaftliche Grundstücke		"	2 666 556,-
3. Waldungen		"	12 258 673,-
4. Gas-, Wasser-, Elektrizitätswerk und Straßenbahn		"	11 500 000,-
5. Inventar-Vermögen (Vorräte und Einrichtungen)		"	5 675 367,-
6. Außenstände			
Baudarlehen (Durch Hypotheken gesichert)	RM 2 114 536,-		
Sonstige Kapitalforderungen	" 372 295,-	"	2 486 831,-
7. Kassenbestand		"	792 700,-
		RM	43 938 242,-

B. Schulden.

1. Kapitalschulden	RM 4 096 435,-	
2. Aufwertungsverbindlichkeiten ca.	" 1 500 000,-	
Summe der Schulden:		RM 5 596 435,-
Reinvermögen am 1.Januar 1927:		RM 38 341 807,-

Anmerkungen:

Die obigen Werte sind eingestellt nach den Bestimmungen der Gemeinderechnungsordnung der Stadt Baden-Baden, und zwar

zu A 1. Die Gebäude sind bewertet nach dem staatli-

chen Brandkassenwert (Friedenswert). Der Wert des Grund und Bodens ist nicht berücksichtigt.

zu A 2. Die landwirtschaftlichen Grundstücke im Flächenmaß von 221 ha 91 ar 71 qm sind eingesetzt mit dem Friedenssteuerwert, mit dem dieselben zur Staatssteuer herangezogen werden. Berücksichtigt ist nur ertragbares Gelände. Friedhöfe, Straßen, Anlagen und dergleichen scheiden aus.

zu A 3. Der 5085 ha 47 ar 7 qm betragende Wald ist gleichfalls mit dem Steuerwert aufgenommen. Jagden sind hierbei nicht berücksichtigt.

zu A 4. Die technischen Werke sind mit den Anlagekosten eingesetzt. Abschreibungen sind nicht vorgenommen; andererseits sind die aus Betriebsmitteln bezahlten Erneuerungen nicht dem Anlagekonto zugeschrieben.

zu A 5. Vorräte und Einrichtungen sind mit den Gestehungskosten verzeichnet.

zu B. Die Verbindlichkeiten sind vollständig in der Vermögensaufstellung enthalten.

Das Aufkommen aus der Grund- und Gewerbesteuer im laufenden Rechnungsjahr beläuft sich auf RM 922 000,-; der Steuersatz ist 46 Pfg. für RM 100.- Steuerwert.

Baden-Baden, im März 1927.

Der Oberbürgermeister.

Auf Grund des vorstehenden Prospektes sind
RM 2 000 000,- 8 %ige Goldanleihe von 1926
der Stadt Baden-Baden
verstärkte Tilgung und Gesamtkündigung frühestens
zum 1. Januar 1931 zulässig

190 Stück zu je RM 5 000,- Buchstabe A Nr. 1- 190
810 Stück zu je RM 1 000,- Buchstabe B Nr. 191-1000
420 Stück zu je RM 500,- Buchstabe C Nr.1001-1420
300 Stück zu je RM 100,- Buchstabe D Nr.1421-1720

zum Handel und zur Notiz an der Frankfurter Börse zugelassen worden.

Frankfurt a.M., im April 1927.

Deutsche Bank
Filiale Frankfurt

Mitteldeutsche Creditbank

E. Ladenburg.

chen Brandkassenwert (Friedenswert). Der Wert des Grund und Bodens ist nicht berücksichtigt.

zu A 2. Die landwirtschaftlichen Grundstücke im Flächenmaß von 221 ha 91 ar 71 qm sind eingesetzt mit dem Friedenssteuerwert, mit dem dieselben zur Staatssteuer herangezogen werden. Berücksichtigt ist nur ertragbares Gelände. Friedhöfe, Straßen, Anlagen und dergleichen scheiden aus.

zu A 3. Der 5085 ha 47 ar 7 qm betragende Wald ist gleichfalls mit dem Steuerwert aufgenommen. Jagden sind hierbei nicht berücksichtigt.

zu A 4. Die technischen Werke sind mit den Anlagekosten eingesetzt. Abschreibungen sind nicht vorgenommen; andererseits sind die aus Betriebsmitteln bezahlten Erneuerungen nicht dem Anlagekonto zugeschrieben.

zu A 5. Vorräte und Einrichtungen sind mit den Gestehungskosten verzeichnet.

zu B. Die Verbindlichkeiten sind vollständig in der Vermögensaufstellung enthalten.

Das Aufkommen aus der Grund- und Gewerbesteuer im laufenden Rechnungsjahr beläuft sich auf RM 922 000,-; der Steuersatz ist 46 Pfg. für RM 100.- Steuerwert.

Baden-Baden, im März 1927.

Der Oberbürgermeister.

Auf Grund des vorstehenden Prospektes sind
RM 2 000 000,- 8 %ige Goldanleihe von 1926
der Stadt Baden-Baden
verstärkte Tilgung und Gesamtkündigung frühestens
zum 1. Januar 1931 zulässig

190 Stück zu je RM 5 000,- Buchstabe A Nr. 1- 190
810 Stück zu je RM 1 000,- Buchstabe B Nr. 191-1000
420 Stück zu je RM 500,- Buchstabe C Nr.1001-1420
300 Stück zu je RM 100,- Buchstabe D Nr.1421-1720

zum Handel und zur Notiz an der Frankfurter Börse zugelassen worden.

Frankfurt a.M., im April 1927.

Deutsche Bank
Filiale Frankfurt

Mitteldeutsche Creditbank

E. Ladenburg.

Ein anderes Beispiel für die mangelhaften Prospektangaben ist der Prospekt der Stadt Leipzig. Er mußte sich folgende Kritik in der Presse gefallen lassen. „Trotzdem sich soeben erst auch der Städtetag die vielfachen Ermahnungen zur eingehenderen Berichterstattung zu eigen gemacht hat, bringt gerade jetzt wieder die Stadt Leipzig 15 Millionen RM. 8 %ige Anleihe von 29 auf Grund eines wenig zulänglichen Prospektes zur Leipziger Börse. Er fußt auf einer Vermögensgegenüberstellung vom 1.4.28, die also 1 ½ Jahre zurückliegt und nur durch wenige Ziffern ergänzt wird. Damals betrugen die Aktiven 310 Millionen, denen nicht gegliederte Passiva von 60 Millionen gegenüber gestellt werden, sodaß sich ein Reinvermögen von 250 Millionen ergibt. Nur dieses Reinvermögen, nicht aber das Bruttovermögen und seine Belastungen werden gegliedert in RM 100 Millionen Werke, wobei wiederum eine Detaillierung fehlt, in 75 Millionen Ertragsgrundstücke und unbebauten Grund- und landwirtschaftlichen Besitz, 20 Millionen Wertpapiere, Beteiligungen, Hypotheken, Restkaufgelder und 55 Millionen nicht werbendes Vermögen. Wie hoch die kurzfristigen Schulden und wie sie verbucht sind, läßt sich ebenfalls nicht erkennen" (1).

Einen weiteren Mangel zeigt der Prospekt der Dresdner Schatzanweisungen von 1929. Hier werden Schatzanweisungen, die immer als Wertpapiere mit kurzer Laufzeit gelten, unter den langfristigen Schulden aufgeführt.

Es ist ferner irreführend, wenn an einer Stelle über eine wesentliche Bedingung der Anleihe etwas anderes behauptet wird als an einer zweiten Stelle. So sagt die Stadt Berlin im Zulassungsprospekt ihrer Anleihe von 24, daß bei der Umrechnung des Goldmarkbetrages in Reichsmark eine Goldmark = 10/42 amerikanischer Dollar ist, aber in der voraufgehenden Zeichnungsaufforderung ist mit keinem

---

1) Frankfurter Ztg. v. 20.9.29.

Wort von der Dollarklausel die Rede (1).

Über die Verwendung der aufzunehmenden Gelder wissen eine ganze Reihe von Kommunen in ihren Prospekten nichts anderes zu sagen, als daß sie gemeinnützigen oder kommunalen Zwecken zugeführt werden. In dem Prospekt der 6 %igen Pforzheimer Anleihe von 27 steht überhaupt nichts über die Verwendung.

Lückenhafte Prospektangaben gaben anläßlich der Nichteinlösung der Kölner Schatzanweisungen im Oktober 1932 Anlaß zu scharfen Presseauseinandersetzungen. Die Stadt Köln schreibt in ihrer Veröffentlichung vom 27.9.32: „Der Ertrag der Schatzscheinanleihe war von vornherein für die Finanzierung von Daueranlagen bestimmt und ist auch demgemäß verwandt worden. Infolgedessen war auch eine Rückzahlung der Schatzscheinanleihen in einer Summe aus laufenden Mitteln von vornherein nicht vorgesehen; die Mittel zur Rückzahlung sollten vielmehr durch Begebung einer langfristigen Anleihe beschafft werden. Dieses Vorhaben hat seinerzeit die Zustimmung aller Genehmigungsinstanzen gefunden, weil damals niemand an der Möglichkeit zweifelte, daß zur Zeit der Fälligkeit der Schatzscheine zum Zwecke der Ablösung eine langfristige Anleihe zu annehmbaren Bedingungen würde gegeben werden können" (2).

Leider ist in dem Prospekt der Kölner Schatzanweisungen von der Benötigung neuer Kredite zur Einlösung mit keinem Worte die Rede. Darüber hinaus wa die Stadt sichtlich bestrebt, ihre finanziellen Verhältnisse möglichst gut erscheinen zu lassen. Das geht aus nachfolgenden Prospektangaben hervor: (3) Einem Vermögen von 600 Mill.RM steht ein Schatzanweisungskredit von 40 Mill.RM gegenüber. Die Etatzahlen werden mit 352 Mill.RM und der

---

1) Berliner Börsenzeitung vom 16.1.34 Nr.15.
2) Berliner Börsenberichte vom 10.10.32. Nr.238.
3) Zit.nach den Berliner Börsenberichten v.10.10. 32 Nr.238.

Gesamtüberschuß der städtischen Werke für das Jahr 1929 mit 25 Mill.RM angegeben. - Diese Zahlen könnten den Zeichner veranlassen zu glauben, die Stadt Köln sei in der Lage, ihre Schatzanweisungen fristgemäß zurückzuzahlen, auch wenn sie einen Kredit von anderer Seite nicht erhielte. Nach den Angaben der Stadt Köln ist bei der Ausgabe der Schatzanweisungen darauf hingewiesen worden, daß die Rückzahlung nur durch Begebung einer langfristigen Anleihe möglich sei. Im Prospekt ist die Notwendigkeit dieser Kapitalbeschaffung nicht angeführt. Das Verschweigen dieser Tatsache bedeutet aber eine absichtliche Täuschung der Öffentlichkeit hinsichtlich der tatsächlichen Finanzlage der Stadt Köln im Jahre 1929. Denn bei richtiger Darstellung der Verhältnisse hätte sich das Publikum vielleicht nicht zur Zeichnung entschlossen (1).

Nun sind, wie Fabian ausführt, auf Grund der §§ 88 ff der Strafbestimmungen des Börsengesetzes „wissentlich unrichtige Angaben, die in betrügerischer Absicht gemacht werden, nicht nur strafbar, wenn auf Grund des Prospektes die Zulassung erfolgt, d.h. der Prospekt veröffentlicht ist; vielmehr wäre schon die Einreichung eines derartig bewußt gefälschten Prospektes strafbar, ebenso auch jede vorhergehende Zeichnungsaufforderung" (2). Aber erst für die Zukunft ist es durch Artikel 3, Kapitel V der Notverordnung vom 8.12.1931 ermöglicht, für Prospektdelikte jemanden zur Verantwortung zu ziehen, da für alle von diesem Tage an begangenen Prospektvergehen die Verjährungsfrist auf 5 Jahre festgesetzt wurde, während dafür früher eine kurze Verjährung von 6 Monaten galt. Eine Aufdeckung wäre nur selten in dieser Frist möglich gewesen.

Bei der Entscheidung über das Vorliegen zivilrechtlicher Ersatzansprüche ist zu unterscheiden

---

1) Zit.nach den Berliner Börsenberichten v.10.10.32 Nr. 238.
2) Fabian, a.a.O. S.17, Plutusbriefe 1933.

zwischen unrichtigen Prospektangaben von erheblicher Bedeutung und der Verschweigung wesentlicher Tatsachen. Im ersten Falle haften Aussteller der Wertpapiere und einführende Banken bei Kenntnis der Unrichtigkeit oder grober Fahrlässigkeit. Im zweiten Falle besteht die Haftung nur für den Fall böslichen Verschweigens oder böslicher Unterlassung einer ausreichenden Prüfung, die ohne weiteres dem Aussteller zu unterschieben sein wird, jedoch nicht den Emissionsbanken (z.B. bei grob fahrlässiger Unterlassung einer ausreichenden Prüfung).

Aussteller und die einzelnen Emissionsbanken haften als Gesamtschuldner, d.h. jeder haftet bis zur Höhe des ganzen Betrages (§ 45 des Börsengesetzes). Der Schadenersatz kann dadurch vom Ersatzpflichtigen beschränkt werden, daß er die Wertpapiere zum nachgewiesenen Erwerbspreis bzw. zum Kurswert zur Zeit des unrichtigen Prospektes übernimmt (1).

In den Jahren ab 1930 war erfreulicherweise eine Erhöhung und Verbesserung der Publizität festzustellen, ohne daß allerdings die Anleiheprospekte den hier geforderten Richtlinien voll entsprochen hätten. Man darf jedoch bei Betrachten des anliegenden Prospektes der 6 %igen Münchener Anleihe aus dem Jahre 1933, der ein Gegenstück zu dem vorhergehenden dürftigen von 1929 darstellt, sagen, daß die Darlegungen der Vermögenslage der Stadt München eindringlicher und aufschlußreicher als je zuvor sind. Sie bilden eine gute Grundlage für den die Kreditfrage Studierenden. Hoffentlich folgen andere Kommunen in Zukunft diesem Beispiel und stärken dadurch das Vertrauen zu ihrem Emissionskredit. Diese Besserung würde sich dann auch in den Anleihekursen wiederspiegeln.

In den bisherigen Ausführungen des Kapitels „Prospektpublizität" wurde eine erweiterte Darlegung

---

1) Die Ausführungen über die Prospekthaftung wurden zum größten Teil wörtlich zitiert nach Fabian, a.a.O. S. 16 ff.

P R O S P E K T

über Reichsmark 16 000 000,-

6 % (früher 7 %) Anleihe

der Bayerischen Landeshauptstadt München vom Jahre 1928

auf Feingoldbasis (Eine Reichsmark = 1/2790 kg Feingold)

Tilgung ab 1.April 1931 bis zum 1.April 1953 mit jährlich 2 % zuzüglich ersparter Zinsen, verstärkte Tilgung und Gesamtkündigung erstmals zum 1.April 1933 zulässig; bisher, d.h. bis zum 1.April 1933, sind RM 662 500,- getilgt.

Buchst.	A	480	Stück	Nr.	1	bis einschl.	480	zu je	RM	5 000,-	= RM	2 400 000,-
"	B	2400	"	"	1	"	2400	"	"	2 000,-	= "	4 800 000,-
"	C	4800	"	"	1	"	4800	"	"	1 000,-	= "	4 800 000,-
"	D	8000	"	"	1	"	8000	"	"	500,-	= "	4 000 000,-
											RM	16 000 000,-

Der Stadtgemeinde München ist durch Entschließung der Regierung von Oberbayern, Kammer des Innern, in München vom 4.April 1928 Nr.i 2023 A I die Genehmigung zur Aufnahme der obigen Anleihe erteilt worden. Das Bayerische Staatsministerium des Innern hat mit Entschließung vom 5.April 1928 Nr.3015c7 (veröffentlicht im Bayerischen Staatsanzeiger Nr.81 vom 7.April 1928) die Ausgabe von Schuldverschreibungen auf den Inhaber gemäß § 795 des Bürgerlichen Gesetzbuches genehmigt.

Der Erlös der Anleihe bzw. der am 1.April 1931 zur Rückzahlung fällig gewordenen 5 % Schatzanweisungen der Stadt München von 1928, zu deren Umtausch die Anleihe ursprünglich bestimmt war, ist zur Deckung des Anleihebedarfs der städtischen Straßenbahnen, der städtischen Wasserversorgung, der städtischen Kanalisation, des städtischen Bestattungsamtes, des städtischen Schlacht- und Viehhofes, des städtischen Leihamtes sowie zum Erwerb von Grundstücken bestimmt.

Die Anleihe stellt eine unmittelbare Verpflichtung der Stadtgemeinde München dar, die für ihre Erfüllung mit ihrem gesamten gegenwärtigen und zukünftigen Vermögen und mit ihrer ganzen Steuerkraft haftet. Die Stadtgemeinde hat sich verpflichtet, während der Laufzeit der Anleihe keine Anleihe irgendwelcher Art aufzunehmen, die dem Gläubiger eine besondere Sicherheit gewährt. Sollte ein anderer Gläubiger dingliche oder sonstige Sicherheiten bestellt erhalten, so verpflichtet sich die Stadtgemeinde, den Gläubigern dieser Anleihe gleichrangige Sicherheiten zu bestellen.

Die Schuldverschreibungen dieser Anleihe sind im ganzen Deutschen Reich zur Anlegung von Mündelgeld geeignet (BGB. § 1807 Ziff.4; Bekanntmachung vom 7.Juli 1901, RGBl.S.263; Bekanntmachung vom 18.Juni 1928, RGBl.I S.191).

Die Schuldverschreibungen lauten auf den Inhaber; sie tragen das Ausstellungsdatum vom 1.April 1928 und sind mit den faksimilierten Unterschriften des Oberbürgermeisters, des Finanzreferenten, des Direktors der Etatsbuchhaltung sowie mit der handschriftlichen Unterschrift eines Beamten des städtischen Revisionsamtes unter Angabe der Kontrollbuchseite versehen. Jeder Schuldverschreibung ist ein Zinsscheinbogen beigegeben, welcher gegenwärtig noch 10 halbjährige, am 1.April und 1.Oktober jeden Jahres fällige Zinsscheine sowie einen Erneuerungsschein enthält; der nächste Zinsschein ist am 1.Oktober 1933 fällig.

Die Schuldverschreibungen sind seitens der Inhaber unkündbar. Die planmäßige Tilgung der Anleihe erfolgt von dem mit dem 1.April 1931 beginnenden Jahreslauf an mit jährlich 2 % des ursprünglichen Anleihebetrages zuzüglich der durch die Tilgung ersparten Zinsen. Soweit die Tilgung nicht durch freihändigen Rückkauf bewirkt wird, erfolgt sie jeweils durch Auslosung oder Kündigung zum Nennwert im Monat November zum 1.April des folgenden Jahres. Die erste Tilgungsrate war demgemäß am 1.April 1932, die letzte zuzüglich des Restbetrages wird am 1.April 1953 fällig. Zum 1.April 1933 und von da ab jederzeit ist die Stadt berechtigt, die noch im Umlauf befindlichen Schuldverschreibungen im ganzen oder in Teilbeträgen unter Einhaltung einer dreimonatigen Kündigungsfrist zur Rückzahlung zum Nennwert zu kündigen. Die Nummern der zur Tilgung ausgelosten oder gekündigten Schuldverschreibungen werden innerhalb 14 Tagen nach der Ziehung und spätestens drei Monate vor dem Rückzahlungstermin gleichzeitig mit den Restanten veröffentlicht.

Kapital und Zinsen der Anleihe werden bei Fälligkeit in gesetzlichen Zahlungsmitteln bezahlt. Für jede geschuldete Reichsmark ist der in Reichswährung ausgedrückte Preis von 1/2790 kg Feingold zu zahlen. Dieser Preis ist der auf Grund der Verordnung vom 29.Juni 1923 (RGBl.I S.482) im Reichsanzeiger am 15. des der Fälligkeit vorangehenden Monats bekanntgegebene Londoner Goldpreis (oder, falls an diesem Tage kein amtlicher Goldpreis veröffentlicht wird, der zuletzt vorher veröffentlichte Goldpreis), umgerechnet nach dem Mittelkurs der an diesem Tage an der Berliner Börse erfolgten amt-

lichen Notierung für Auszahlung London (oder, mangels einer Notierung an diesem Tage, der letzten amtlichen Notierung vor diesem Tage). Ergibt sich aus dieser Umrechnung für das Kilogramm Feingold ein Preis von nicht mehr als 2800 Reichsmark und nicht weniger als 2780 Reichsmark, so ist für jede geschuldete Reichsmark eine Reichsmark in gesetzlichen Zahlungsmitteln zu zahlen.

Die Einlösung der fälligen Zinsscheine und der zur Rückzahlung gelangenden Schuldverschreibungen sowie die Aushändigung neuer Zinsscheinbogen erfolgen kostenfrei außer bei der Stadthauptkasse München und bei der Städtischen Spar- und Girokasse München bei den nachstehend aufgeführten Banken und Bankfirmen:

Bayerische Vereinsbank, München-Nürnberg, sowie deren Niederlassungen,
Mendelssohn & Co., Berlin,
Reichs-Kredit-Gesellschaft Aktiengesellschaft, Berlin,
Lazard Speyer-Ellissen Kommanditgesellschaft auf Aktien, Frankfurt a.M.-Berlin,
J. Dreyfus & Co., Berlin-Frankfurt a.M.,
A.E. Wassermann, Bamberg-Berlin,
B. Simons & Co., Düsseldorf,
Simon Hirschland, Essen-Hamburg,
L. Behrens & Söhne, Hamburg,
Straus & Co., Karlsruhe,
A. Levy, Köln,
Sal. Oppenheim jr. & Cie., Köln,
J.H. Stein, Köln,

Bei den vorgenannten Stellen erfolgt auch kostenfrei die Vornahme aller sonstigen die Schuldverschreibungen betreffenden Maßnahmen.

Alle die Anleihe betreffenden Bekanntmachungen werden außer im Deutschen Reichsanzeiger und Preußischen Staatsanzeiger, in der Münchener Gemeindezeitung (dem Anzeigeblatt der städtischen Behörde in München), im Bayerischen Staatsanzeiger und in einer größeren Münchener Tageszeitung noch in den von den Zulassungsstellen an den Börsen zu München, Berlin, Frankfurt a.M. und Hamburg dafür bestimmten Zeitungen veröffentlicht.

Aufstellung

über das Vermögen und die Schulden der Stadtgemeinde München nach dem Stande vom 31. März 1932 (ohne Stiftungen, Spar- und Girokasse und Leihamt).

A. Vermögen.

I. Werkvermögen:	
Elektrizitätswerke	132 917 253,58 RM
Gaswerke	35 162 100,18 "
Straßenbahnen	35 904 887,54 "
Kraftwagenpark	522 918,24 "
Wasserversorgung	51 902 671,38 "
Badeanstalten	8 842 243,45 "
Großmarkthalle und Lebensmittelmärkte	9 194 270,65 "
Schlacht- und Viehhof	21 424 011,27 "
Güter Karlshof, Peterhof und Zengermoos	2 158 820,69 "
Gut Fürstenried	797 354,62 "
	298 826 531,60 RM

Die Bewertung des gesamten Werkvermögens erfolgte entsprechend den Richtlinien der Vereinigung der Finanzdezernenten der größeren deutschen Städte vom 23.9.1926 nach Bilanzwerten und gliedert sich in:

Bebaute und unbebaute Grundstücke, Grundstücksrechte	83 989 071,32 RM
Betriebsanlagen	117 691 021,52 "
Bewegliches Vermögen (Maschinen, Gerätschaften, Einrichtung, usw.)	60 418 039,79 "
Vorräte an Verbrauchsstoffen und Materialien	5 166 293,42 "
Einnahmeausstände	473 847,07 "
Noch nicht verbrauchte Anleiheerlöse und Forderungen	5 752 290,08 "
Fondsbestände	17 126 247,76 "
Vorausleistungen	8 209 720,64 "
Summe	298 826 531,60 RM

II. Finanzvermögen:

Gesundheitspolizei (Therm.Tierleichenvernichtungsanstalt, Desinfektionsanstalt, Milchsammelstellen, Veterinäramt, Milchamt, Lebensmittelpolizei)	584 202,53	RM
Wasser- und Brückenbau (Ländanstalt)	751 918,63	"
Weinkellerei und Ratskeller	758 969,80	"
Beschaffungsstellen: Holz- und Kohlenhof	2 644 509,11	"
Beschaffungsstellen: Nutzholzverteilungsstelle	480 141,--	"
Beschaffungsstellen: Textilbeschaffungsstelle	189 421,99	"
Flughafen und Flugwesen	12 834 643,84	"
Ausstellungswesen	1 155,--	"
Ausstellungspark	8 474 116,89	"
Dulten	419 304,82	"
Oktoberfest	603 992,48	"
Volksbibliotheken, Lesehallen und Kinderlesestuben	863 800,57	"
Städtische Kunstsammlungen	5 834 784,81	"
Gemeindegründe	46 197 406,78	"
Familiengärten	38 343,89	"
Gemeindewaldungen	887 995,40	"
Gemeindegebäude	18 817 592,15	"
Kleinwohnungsbauten	3 640 087,19	"
Kapitalien und Schuldenverwaltung	19 817 962,68	"
Sonstiges:		
Einnahmenausstände	7 281 236,32	"
Noch nicht verbrauchte Anleiherlöse und Forderungen von Verwaltungsbetrieben	2 397 039,49	"
Fondsbestände	54 406 458,31	"
Summe ..	187 925 083,68	RM

Das Finanzvermögen ist mit dem Verkehrswert eingesetzt, soweit nicht, wie im übrigen beim Verwaltungsvermögen, der gemeine Wert den Grundstücken und Gebäuden zugrunde gelegt ist. Letzterer wird durch eine Schätzungskommission festgestellt und stellt nach den Grundsätzen vorsichtiger Inventur Mindestwerte dar. Bisher waren für bebaute und unbebaute Grundstücke in der Hauptsache Vorkriegswerte eingesetzt. An diesen Vorkriegswerten wurden Abschläge vorgenommen, und zwar: für unbebaute Grundstücke zwischen 20 bis 30 %, für Wohngebäude 50 %, für Wohn- und Verwaltungsgebäude und Geschäftshäuser 30-45 %, für Waldgrundstücke 60 %. Auch beim Kämmereiinventar, das bisher mit dem Anschaffungswert bzw. - soweit ein solcher nicht zu ermitteln war - mit dem Verkehrswert vorgetragen war, wurden 1931 Abschreibungen in Höhe von 15 % vorgenommen. Die Vorräte sind mit dem Anschaffungswert vorgetragen.

Das Finanzvermögen gliedert sich in:

Bebaute und unbebaute Grundstücke, Grundstücksrechte	89 691 492,--	RM
Betriebsanlagen	1 529 821,--	"
Bewegliches Vermögen (Maschinen, Gerätschaften, Einrichtung usw.)	7 091 158,01	"
Vorräte an Verbrauchsstoffen und Materialien	922 240,55	"
Einnahmenausstände	7 711 990,53	"
Noch nicht verbrauchte Anleiheerlöse und Forderungen	10 754 774,09	"
Fondsbestände	68 237 011,81	"
Vorausleistungen	1 986 595,69	"
Summe ..	187 925 083,68	RM

III. Verwaltungsvermögen:

Bebaute und unbebaute Grundstücke, Grundstücksrechte, Betriebsanlagen und bewegliches Vermögen (Maschinen, Gerätschaften, Einrichtungen usw.), Vorräte der allgemeinen Verwaltung, Schulen usw., also Vermögenswerte, die zur Durchführung des eigentlichen gemeindlichen Aufgabenkreises bei den einzelnen Verwaltungszweigen benötigt werden:

Bebaute und unbebaute Grundstücke, Grundstücksrechte	113 734 664,95	RM
Betriebsanlagen	66 493 498,--	"
Bewegliches Vermögen (Maschinen, Gerätschaften, Einrichtung usw.)	30 531 436,50	"
Vorräte an Verbrauchsstoffen und Materialien	1 471 079,88	"
Vorausleistungen	1 505 085,33	"
Summe ..	213 735 764,66	RM

Im Verwaltungsvermögen sind die bebauten und unbebauten Grundstücke, Grundstücksrechte, Betriebsanlagen, bewegliches Vermögen, Vorräte und Vorausleistungen auch solcher werkähnlicher Betriebe inbegriffen, die sich zum Teil selbst erhalten und zum Teil sogar Überschüsse abwerfen, jedoch nach den Richtlinien der Finanzdezernenten der größeren deutschen Städte über die Bewertung des städtischen Vermögens zum Verwaltungsvermögen zu zählen sind. Als wichtigste dieser werkähnlichen Betriebe sind zu erwähnen:

Kanalisation mit einem Verwaltungsvermögen von	69 267 474,85 RM
Straßenreinigungsanstalt mit einem Verwaltungsvermögen von . . .	2 579 273,97 "
Hausunratabfuhranstalt mit einem Verwaltungsvermögen von	574 542,72 "
Bestattungsamt mit einem Verwaltungsvermögen von	12 575 879,63 "
Krankenanstalten mit einem Verwaltungsvermögen von	21 521 978,99 "
Das Gesamtvermögen beträgt	700 487 379,94 RM

Es umfaßt:

Bebaute und unbebaute Grundstücke, Grundstücksrechte	287 415 228,27 RM
Betriebsanlagen	185 714 340,52 "
Bewegliches Vermögen (Maschinen,Gerätschaften,Einrichtung usw.)	98 040 634,30 "
Vorräte an Verbrauchsstoffen und Materialien	7 559 613,85 "
Einnahmen-Ausstände	8 185 837,60 "
Noch nicht verbrauchte Anleiheerlöse und Forderungen	16 507 064,17 "
Fondsbestände	85 363 259,57 "
Vorausleistungen	11 701 401,66 "
Summe ..	700 487 379,94 RM

Die vorstehend aufgeführten Fondsbestände setzen sich wie folgt zusammen:

Wertpapiere (Hypotheken-Goldpfandbriefe, Kommunalanleihen, Aktien, Anteilscheine) und Sparguthaben	20 888 479,46 RM
Hypothekenforderungen	2 272 494,75 "
Hypothekarisch gesicherte Wohnungsbaudarlehen	38 245 757,99 "
Beteiligungen und Forderungen	8 597 990,74 "
Kontokorrenteinlagen beim Anlehenshaushalt	13 599 540,55 "
Vorschüsse der Fonds an die eigenen Betriebsrechnungen	1 758 996,08 "
Summe ..	85 363 259,57 RM

Die Wertpapiere sind mit ihren Bilanzkursen nach Maßgabe der Verordnung vom 15. Dezember 1931 (RGBl.I S.759) eingesetzt.

B. Schulden.

I.	Schulden aus der Zeit vor dem Jahre 1924:		
	1. Verpflichtungen nach dem Anleihe-Ablösungsgesetz	21 753 297,18 RM	
	2. Verpflichtungen nach dem Aufwertungsgesetz	1 999 605,81 "	23 752 902,99 RM
II.	Schulden aus der Zeit nach dem Jahre 1924:		
	1. Inhaberanleihen:		
	a) Im Inland aufgenommene		39 497 100,-- "
	b) Im Ausland aufgenommene (7 % Goldbonds von 1925, ursprünglich $ 8 700 000, am 31.März 1932 noch im Umlauf $ 6 090 000, zu tilgen bis zum 1.August 1945; £ 1 625 000-/- 6 % Schuldverschreibungen von 1928, zu tilgen ab 1.Dezember 1933 bis 1.Dezember 1953)		58 664 093,52 "
	2. Schuldscheindarlehen und ähnliche Schulden		32 560 686,86 "
	3. Hypotheken und Restkaufgelder		7 093 197,64 "
	4. Vertraglich gestundete Zahlungsverpflichtungen		7 613 525,51 "
	5. Sonstige bei Rechnungsabschluß noch nicht erfüllte Zahlungsverpflichtungen		1 115 010,89 "

III. Inanspruchnahme von Kassenmitteln zu Zwischenfinanzierungen:

1. Aus den beim Anlehenshaushalt zur Verfügung stehenden fremden Mitteln:		
Kurzfristige Darlehen und Bankkredite		28 388 284,91 RM
2. Schulden an die Gemeinde- u. Stiftungsfonds: 1)		
a) Kontokorrenteinlagen dieser Fonds beim Anlehenshaushalt		13 599 540,55 "
b) Darlehen (Vorschüsse) der Gemeindefonds an die Gemeindebetriebe:		
α) an die eigenen Betriebsrechnungen		1 758 996,08 "
β) an andere Betriebe der Stadtgemeinde		2 008 900,15 "
3. Unverbrauchte Anleiheerlöse verschiedener städtischer Betriebe (aus fundierten Schulden)1)		10 452 859,33 "
Die Gesamtschulden betragen		226 505 098,43 RM

Von diesen Gesamtschulden entfallen auf Guthaben der Gläubiger der Stadtgemeinde München . . . . . 198 684 802,32 RM

hiervon treffen auf die Schulden vor dem Jahre 1924	23 752 902,99 RM
und auf die Schulden nach dem Jahre 1924	174 931 899,33 "
Summe wie oben	198 684 802,32 RM

Von den Guthaben der Gläubiger der Stadtgemeinde München aus den nach dem Jahre 1924 aufgenommenen Schulden von 174 931 899,33 RM entfallen auf die drei Gruppen des Vermögens der Stadtgemeinde München folgende Beträge:

Werkbetriebe	66,39 %		116 134 693,68 RM
Finanzbetriebe	21,03 %		36 781 420,41 "
Verwaltungsbetriebe und zwar:			
a) Werkähnliche Betriebe:			
Kanalisation	3,30 %	5 784 335,53 RM	
Bestattungsamt	2,10 %	3 668 409,56 "	
b) Krankenanstalten	3,62 %	6 325 755,83 "	
c) Straßenbau	0,35 %	610 771,76 "	
d) Förderung des Wohnungsbaues (Hingabe von Hypothekdarlehen)	1,79 %	3 133 500,-- "	
e) Sonstige Verwaltungs-Betriebe . . .	1,42 %	2 493 012,56 "	22 015 785,24 "
Summe wie oben	100,-- %		174 931 899,33 RM

Der sich unter Einrechnung der inneramtlichen Verschuldung ergebende Gesamtschuldenstand von 226 505 098,43 RM verteilt sich auf die drei Gruppen des Vermögens der Stadtgemeinde München wie folgt:

Werkbetriebe	61,36 %		138 969 073,80 RM
Finanzbetriebe	22,27 %		50 440 562,88 "
Verwaltungsbetriebe:			
a) Werkähnliche Betriebe:			
Kanalisation	3,53 %	8 002 290,85 RM	
Straßenreinigungsanstalt	----	34,50 "	
Hausunratabfuhranstalt	----	20,72 "	
Bestattungsamt	1,88 %	4 249 895,90 "	
b) Krankenanstalten	3,48 %	7 885 216,40 "	
c) Straßenbau	0,68 %	1 549 414,93 "	
d) Förderung des Wohnungsbaues (Hingabe von Hypothekdarlehen)	2,63 %	5 954 448,01 "	
e) Sonst. Verwaltungsbetriebe	4,17 %	9 454 140,44 "	37 095 461,75 "
Gesamtschulden	100,-- %		226 505 098,43 RM

Es bestehen Bürgschaftsverpflichtungen der Stadtgemeinde München (nach dem Stande vom 31. März 1932) in Höhe von 80 419 350,- RM, hierunter 45 514 174,- RM gegenüber der Städtischen Spar- und Girokasse für die von dieser zur Finanzierung der Wohnungsbauprogramme der Rechnungsjahre 1926 bis einschl. 1929 hingegebenen Hypothekdarlehen.

---

1) Die Schulden der Stadtgemeinde München an die eigenen Gemeinde- und Stiftungsfonds und die vorübergehende anderweitige Verwendung der unverbrauchten Anleiheerlöse verschiedener städtischer Betriebe stellen die sogen. inneramtliche Verschuldung dar, die auf der Aktivseite, soweit die Kontokorrenteinlagen und die Darlehen (Vorschüsse der Gemeindefonds) in Frage kommen, als Forderungen der Fonds und, soweit es sich um unverbrauchte Anleiheerlöse verschiedener städtischer Betriebe handelt, als Guthaben dieser Betriebe ausgewiesen sind.

Stadthaushalt.

Die Gesamteinnahmen der Stadt für den ordentlichen Haushalt im Rechnungsjahr 1931 sowie die voraussichtlichen Gesamteinnahmen hierfür laut Voranschlag 1932 setzen sich zusammen wie folgt:

	Einnahmen: Rechnung 1931	Voranschlag 1932
A) Einzelhaushalte:		
I. Allgemeine Verwaltung	5 045 122,09 RM	4 338 954,- RM
II. Polizeiverwaltung (einschl.Flurschutz, Gesundheitspolizei und Baupolizei)	256 786,95 "	277 279,- "
III. Bauwesen (hierunter Straßenbau, Asphaltwerk, Wasser- und Brückenbau, Ländanstalt und Gärtenverwaltung)	6 724 609,33 "	5 097 967,- "
IV. Betriebe und Unternehmungen:		
a) Gewerbe- und gewerbeähnliche Betriebe (hierunter Weinkellerei und Ratskeller)	1 562 864,57 "	1 553 974,- "
b) Beschaffungsstellen (Holz- und Kohlenhof, Nutzholzverteilungsstelle usw.)	2 742 114,28 "	2 841 552,- "
c) Gesundheit (Wasserversorgung, Kanalisation, Straßenreinigungsanstalt, Hausunratabfuhranstalt, Badeanstalten, Bedürfnisanstalten, Bestattungsamt)	26 600 694,32 "	24 879 453,- "
d) Sicherheit der Person und des Eigentums (Straßenbeleuchtung, Feuerlöschwesen, Rettungsdienst)	1 537 824,99 "	2 135 549,- "
e) Allgemeine Förderung der Wirtschaft (Flughafen und Flugwesen, Ausstellungswesen, Fremdenverkehr, Handel und Industrie)	467 960,31 "	131 200,- "
f) Marktverkehr (Großmarkthalle, einschl. Lebensmittelmärkte, Schlacht- und Viehhof einschl. Freibank, Stadtwaagen, Dulten, Oktoberfest)	6 182 291,31 "	5 491 646,- "
V. Kirche und Schulen:		
a) Kirchliche Zwecke	4 647,01 "	4 172,- "
b) Schulen	2 273 128,97 "	2 074 645,- "
VI. Kunst und Wissenschaft	178 189,85 "	56 647,- "
VII. Wohltätigkeit, Wohlfahrtspflege, Soziale Einrichtungen:		
a) Krankenanstalten	7 921 136,71 "	7 818 267,- "
b) Förderung des Wohnungsbaues	2 363 512,64 "	1 963 835,- "
c) Wohlfahrtspflege und Sonstiges	10 269 387,42 "	15 097 161,- "
VIII. Finanzverwaltung:		
a) Vorjahrsergebnis	7 271 629,62 "	2 433 539,- "
b) Gemeinde-, Grund- und Gebäudebesitz	5 484 282,46 "	5 317 373,- "
c) Reichs- und Landessteueranteile, Gemeindesteuern und örtliche Abgaben	56 256 297,61 "	49 548 076,- "
d) Kapitalien- und Schuldenverwaltung	1 655 999,33 "	283 938,- "
e) Nettoposten der Werke	11 043 244,67 "	14 915 696,- "
f) Besondere Anfälle und Leistungen gegen Rückersatz	57 417,08 "	148 000,- "
g) Betriebsrückhalt	-,-- "	2 472 122,- "
Summe der Einzelhaushalte	155 899 141,52 RM	148 881 045,- RM
B) Sonderhaushalte:		
Elektrizitätswerke	28 675 176,65 RM	26 108 480,- RM
Gaswerke	15 009 429,11 "	14 430 073,- "
Straßenbahnen	30 247 243,76 "	25 001 900,- "
Kraftwagenpark	587 159,14 "	474 000,- "
Güter Karlshof, Peterhof und Zengermoos	876 725,82 "	359 979,- "
Gut Fürstenried	180 946,66 "	157 480,- "
Gut Großlappen	348 562,38 "	143 550,- "
Summe der Sonderhaushalte	75 925 243,52 RM	66 675 462,- RM
hierzu Summe der Einzelhaushalte	155 899 141,52 "	148 881 045,- "
Gesamtsumme	231 824 385,04 RM	215 556 507,- RM

	Einnahmen 1931	Voranschlag 1932
a) Anteile an Reichs- und Landessteuern:		
Einkommensteuer	10 958 371,51 RM	8 200 152,- RM
Körperschaftssteuer	1 247 101,80 "	525 000,- "
Umsatzsteuer	367 651,97 "	1 566 000,- "
Kraftfahrzeugsteuer	333 698,-- "	274 000,- "
Grunderwerbsteuer	489 274,36 "	450 000,- "
Gesellschaftssteuer	265 570,15 "	8 000,- "
Mineralwassersteuer	412 010,-- "	-,- "
Anteil an der Zuweisung des Reiches aus Anlaß der Einführung der landwirtschaftlichen Einheitssteuer	283 666,95 "	281 948,- "
Entschädigung des Reiches für die Senkung der Gemeindebiersteuer	-,-- "	454 376,- "
Mietzinssteuer	9 019 346,04 "	6 170 000,- "
b) Steuern aus Grund- und Hausbesitz	11 787 954,54 "	11 040 000,- "
c) Gewerbebesteuerung	8 116 700,36 "	5 990 000,- "
d) Gemeindesteuern	12 327 241,16 "	14 250 000,- "
e) Verwaltungskostenzuschüsse der Reichsbetriebe	40 727,-- "	70 000,- "
f) Ausgleichsabgabe städtischer Betriebe	214 769,-- "	-,- "
g) Entnahme aus dem Ausgleichsfonds für Bahnzollrückvergütungen	119 115,49 "	-,- "
h) Gebühren, Strafen usw.	273 099,28 "	268 600,- "
Summe	56 256 297,61 RM	49 548 076,- RM

Die Gesamtausgaben der Stadt für den ordentlichen Haushalt im Rechnungsjahr 1931 sowie die voraussichtlichen Gesamtausgaben hierfür nach dem Voranschlag 1932 setzen sich wie folgt zusammen:

	Ausgaben	
	Rechnung 1931	Voranschlag 1932
A) Einzelhaushalte:		
I. Allgemeine Verwaltung	9 549 562,72 RM	8 636 312,- RM
II. Polizeiverwaltung (einschl.Flurschutz, Gesundheitspolizei und Baupolizei)	7 062 911,-- "	6 659 765,- "
III. Bauwesen (hierunter Straßenbau, Asphaltwerk, Wasser- und Brückenbau, Ländanstalt, Gärtenverwaltung)	12 076 013,17 "	9 072 951,- "
IV. Betriebe und Unternehmungen:		
a) Gewerbe- und gewerbeähnliche Betriebe (hierunter Weinkellerei und Ratskeller)	1 603 833,68 "	1 570 882,- "
b) Beschaffungsstellen (Holz- und Kohlenhof, Nutzholzverteilungsstelle usw.)	2 768 527,27 "	2 853 987,- "
c) Gesundheit (Wasserversorgung, Kanalisation, Straßenreinigungsanstalt, Hausunratabfuhranstalt, Badeanstalten, Bedürfnisanstalten, Bestattungsamt)	24 443 654,17 "	24 899 652,- "
d) Sicherheit der Person und des Eigentums (Straßenbeleuchtung, Feuerlöschwesen, Rettungsdienst)	4 580 137,13 "	3 679 105,- "
e) Allgemeine Förderung der Wirtschaft (Flughafen und Flugwesen, Ausstellungswesen, Fremdenverkehr, Handel und Industrie)	2 278 619,65 "	1 411 991,- "
f) Marktverkehr (Großmarkthalle einschl. Lebensmittelmärkte, Schlacht- und Viehhof einschl. Freibank, Stadtwaagen, Dulten, Oktoberfest)	6 182 081,10 "	5 491 751,- "
V. Kirche und Schulen:		
a) Kirchliche Zwecke	39 308,91 "	10 283,- "
b) Schulen	11 282 917,31 "	10 198 871,- "
VI. Kunst und Wissenschaft	2 966 060,16 "	2 338 192,- "
VII. Wohltätigkeit, Wohlfahrtspflege, Soziale Einrichtungen:		
a) Krankenanstalten	8 894 255,78 "	8 606 063,- "
b) Förderung des Wohnungsbaues	6 803 508,40 "	6 966 708,- "
c) Wohlfahrtspflege und Sonstiges	48 287 937,78 "	49 357 093,- "
Übertrag:	148 819 328,23 RM	141 783 606,- RM

Übertrag:	148 819 328,23 RM	141 783 606,- RM
VIII. Finanzverwaltung:		
a) Vorjahrsergebnis	1 517,15 "	-,- "
b) Gemeinde-, Grund- und Gebäudebesitz	2 070 131,60 "	2 181 374,- "
c) Reichs- und Landessteueranteile, Gemeindesteuern und örtliche Abgaben	1 262 497,55 "	1 228 699,- "
d) Kapitalien- und Schuldenverwaltung	3 688 946,12 "	3 048 866,- "
e) Nettoposten der Werke	-,-- "	-,- "
f) Besondere Anfälle und Leistungen gegen Rückersatz	56 720,87 "	148 000,- "
g) Betriebsrückhalt	-,-- "	490 500,- "
Summe der Einzelhaushalte	155 899 141,52 RM	148 881 045,- RM
B) Sonderhaushalte:		
Elektrizitätswerke	28 675 176,65 RM	26 108 480,- RM
Gaswerke	15 009 429,11 "	14 430 073,- "
Straßenbahnen	30 247 243,76 "	25 001 900,- "
Kraftwagenpark	587 159,14 "	474 000,- "
Güter Karlshof, Peterhof und Zengermoos	876 725,82 "	359 979,- "
Gut Fürstenried	180 946,66 "	157 480,- "
Gut Großlappen	348 562,38 "	143 550,- "
Summe der Sonderhaushalte	75 925 243,52 RM	66 675 462,- RM
hierzu Summe der Einzelhaushalte	155 899 141,52 "	148 881 045,- "
Gesamtsumme	231 824 385,04 RM	215 556 507,- RM

Die Stadtgemeinde München erhebt die Gemeindeumlagen zur Haus- und Gewerbesteuer mit einem Hundertsatz von 400 und die Gemeindeumlagen zur Grundsteuer mit einem Hundertsatz von 600 der Normalsteuerbeträge. Zum Abgleich der Rechnung 1931 wurde beim Anlehenshaushalt ein Kredit von 4 499 021,72 RM in Anspruch genommen. Dieser Kredit wird in 10 Jahresraten getilgt; die 1.Jahresrate ist bereits mit 450 000,- RM im Voranschlag 1932 vorgesehen.

Die Gesamtfläche der der Stadt München (einschließlich der von ihr verwalteten Stiftungen) gehörigen Liegenschaften belief sich am 31. März 1932 auf ungefähr 10 228 ha.

Die Einwohnerzahl der Stadt München betrug am 31. März 1932 rund 730 000.

München, im Mai 1933.

Stadtrat
der Landeshauptstadt München.

Auf Grund vorstehenden Prospektes sind

RM 16 000 000,-

6 % (früher 7 %) Anleihe der Bayerischen Landeshauptstadt München vom Jahre 1928 auf Feingoldbasis (Eine Reichsmark = 1/2790 kg Feingold)

Tilgung ab 1.April 1931 bis zum 1.April 1953 mit jährlich 2 % zuzüglich ersparter Zinsen, verstärkte Tilgung und Gesamtkündigung erstmals zum 1.April 1933 zulässig; bis zum 1.April 1933 bereits getilgt RM 662 500,-.

Buchstabe	A	480	Stück	Nr.	1	bis einschl.	480	zu je	RM	5 000,-	= RM 2 400 000,-
"	B	2400	"	"	1	" "	2400	"	"	2 000,-	= " 4 800 000,-
"	C	4800	"	"	1	" "	4800	"	"	1 000,-	= " 4 800 000,-
"	D	8000	"	"	1	" "	8000	"	"	500,-	= " 4 000 000,-
											RM 16 000 000,-

zum Handel und zur Notiz an der Frankfurter und Hamburger Börse zugelassen.

Frankfurt a.M., Hamburg, im Juli 1933.

Lazard Speyer-Ellissen
Kommanditgesellschaft auf Aktien

J.Dreyfus & Co.

L. Behrens & Söhne

Simon Hirschland

der finanziellen Verhältnisse der Gemeinden gefordert. Unrichtigkeiten und Mängel in bisher veröffentlichten Prospekten wurden kritisiert. Es ist dabei noch nicht untersucht worden, ob die bei den Gemeinden übliche Bilanzierung aller Vermögenswerte zweckmäßig sei. Auf dieses letzte Problem stößt man aber beim Zurückgreifen auf den Ausgangspunkt dieses Kapitels. Dort wurde nämlich die Forderung erhoben, daß der Zeichner einer Stadtanleihe auf Grund der Prospektangaben zur richtigen Erkenntnis über den Wert oder Unwert der zu wählenden Anlage gebracht werde.

Es ist nun für Fachleute klar, daß die Aktiva einer großen Gemeinde anders zu beurteilen sind als die eines Industrieunternehmens. Die Erkenntnis dieses Unterschiedes darf aber vom Publikum nicht immer erwartet werden. Trotzdem schoben die Städte hohe Vermögensteile bei Kreditwünschen an das Publikum stets in den Vordergrund. Man verfolgte bei der Begebung der Anleihen augenscheinlich den Zweck, „den naiven und gutgläubigen Kreditgeber von der hervorragenden Sicherheit seiner Anlage zu überzeugen" (1). Als dann später die Gläubiger ihre Hand auf einige Vermögensobjekte legen wollten, stießen sie auf energischen Widerstand. Wenn die einmal über die kommunalen Gepflogenheiten der Bilanzaufstellung schwer enttäuschten Gläubiger wieder Vertrauen fassen sollen, ist es in Zukunft erforderlich, daß ein klares Erkennen der tatsächlichen Werte möglich gemacht wird.

Nehmen wir als Beispiele zur richtigen Erkenntnis der Werte die Aktiva der Kölner Bilanz, ausgewiesen anläßlich der Einführung der 1929er Schatzanweisungen und die Prospektangaben bei den Frankfurter Schatzanweisungen von 1929. Bei finanzrechtlicher Einteilung gliederten sich die Aktiva der Kölner Bilanz in

---

1) Berliner Börsenberichte v.9.12.33, 289.

	Aktiva	Passiva
A. Verwaltungsvermögen	250.966 Mill.	-
B. Finanzvermögen	362.315 "	-
C. Werksvermögen	312.844 "	-
	926.125 Mill.	356.689 Mill.

Für die Bewertung der Sicherheit einer Anleihe ist der Posten Verwaltungsvermögen, der übrigens mehr als 25 % des gesamten Vermögens ausmacht, bedeutungslos. Zum Verwaltungsvermögen zählen Grundstücke und Gebäude, die entweder der städtischen Verwaltung dienen (Rathaus mit Inventar), oder die dem allgemeinen Kulturbedürfnis der Bevölkerung zur Verfügung stehen (Theater, Museen, Friedhöfe) usw. Für diese Aktiva haben die Gläubiger keine Verwendung. Gerade bei den letzteren Objekten handelt es sich um reine Zuschußbetriebe, die überhaupt keinen Veräußerungswert haben. Die Städte sollten sich in Zukunft auf derartige Werte bei Anleihewünschen nicht mehr beziehen und diese vielleicht in der Vorspalte als Erinnerungsposten dafür anführen, daß solche Aktiva für die Anleihen keine Deckungsobjekte sondern eher Passivwerte darstellen.

Beim Frankfurter Prospekt für die 1929er Anleihe fällt auf, daß unter Finanzvermögen bei den Hypotheken in Höhe von 73,477 Millionen für 51,323 Millionen Hauszinssteuerhypotheken aufgeführt werden, die in späteren Jahren auf Vorschlag einer Treuhandgesellschaft [durch die allgemein eine Prüfung für die städtischen Bilanzen erfolgen sollte] nicht mehr ausgewiesen werden. Mag in diesen wie in anderen Fällen das Finanzvermögen Anlaß zu einzelnen Korrekturen geben, so sind im großen und ganzen aber die unter dem Finanz- sowie unter Werksvermögen ausgewiesenen Aktiva sehr wohl als Gegenposten der Schulden anzusehen. Es führt also zu weit, wollte man den Ausführungen eines Kritikers folgen (1), der den kommunalen Werken jeglichen Wert

1) Vgl. Deutsche Allgemeine Zeitung. Berlin v. 27.10. 32, 505, 506.

absprach, da deren Erträge nur auf der Steuerfreiheit des öffentlichen Betriebes beruhten und somit entfielen, falls deren Übergang in Privathand vor sich gehe.

Für den die Kreditlage prüfenden Kapitalanleger genügt es zu wissen, daß eine Revisionsgesellschaft die Wertermittlung geprüft hat und im übrigen die eingangs vorgeschlagenen Fragen nach Erträgen und Veräußerungswert gewisser Vermögensteile Beantwortung finden. Werden auch die anderen auf den Seiten 35 ff bereits angeregten Abänderungen betr. erweiterter Publizität künftig in den Prospekten berücksichtigt, so würde der den Prospekt Studierende wohl in der Lage sein, die Kreditwürdigkeit einer Stadt zu erkennen.

d) Sonstiges Publizitätsgebaren.

Leider haben es auch sonst die Städte manchmal daran fehlen lassen, ihre schuldnerische Stellung als eine Verpflichtung aufzufassen. Sie ließen es vor allem daran fehlen, ihre Gläubiger z.B. im Falle des Notleidendwerdens ihrer Coupons vorher zu benachrichtigen. Die Sparer kamen ahnungslos zur Bank, um die Zinsscheine einzulösen und mußten hören, daß entweder die Stadt die Beträge nicht angewiesen habe, oder daß die Scheine nur zur Einziehung angenommen werden könnten (1). Die Folge war natürlich, daß die Kurse der betreffenden Anleihen an der Börse um diese Zeit besonders stark schwankten (Vgl. S.106-109).

Sehr starke Schwankungen waren auch zu verzeichnen anläßlich der Fälligkeit der Kölner und Frankfurter Schatzanweisungen (vgl. S. 182), da man bis kurz vor dem Fälligkeitstermin nicht wußte, ob die Schatzanweisungen voll eingelöst wurden, oder eine mehr oder weniger große Teilzahlung erfolgen sollte.

---

1) Siehe die weiteren Ausführungen unter dem Kapitel Zinskalamitäten S. 106 ff.

Die Frankfurter Zeitung schreibt hierzu: „Unzureichende Publizität bei den Kommunen". „In einer gestern veröffentlichten Erklärung versucht der Magistrat von Frankfurt a.M. - eine fast gleichlautende Mitteilung hat inzwischen auch Köln ergehen lassen - die Gründe für die Nichtrückzahlung der Ende September dieses Jahres fälligen Schatzanweisungen darzulegen. Man habe von vornherein mit einer Konsolidierung in eine feste Anleihe gerechnet, aber diese Umwandlung sei 'zur Zeit unmöglich'. Deshalb habe die Stadt seit vielen Monaten ununterbrochen bei den Zentralstellen um eine Regelung verhandelt. Uns will scheinen, daß die Städte, die ihre finanziellen Schwierigkeiten schon seit langer Zeit genau übersehen konnten, die Unmöglichkeit einer Fundierung der Schatzanweisungen mindestens seit einem halben Jahr bereits kannten. Sie hätten also die Pflicht gehabt, unbeschadet der Fühlungnahme mit Berlin sich in erster Linie zeitig an ihre Gläubiger zu wenden und diese hiervon und von den inzwischen unternommenen Schritten und konkreten Vorschlägen Kenntnis zu geben. Um eine solche pflegliche Behandlung der Gläubiger haben sich die beiden Städte, soweit wir sehen, nicht ausreichend bemüht, haben es vielmehr vorgezogen, die Öffentlichkeit bis zuletzt über das Schicksal der Schatzanweisungen im unklaren zu halten, offenbar nur aus taktischen Gründen, um auf die Berliner Stellen einen stärkeren Druck ausüben zu können. Es ergab sich, daß in manchen Fällen die Schatzanweisungen den Besitzer gewechselt haben, so daß diese Erwerber sich nun geschädigt fühlen können. Gewiß übernahmen die Käufer das Risiko der Nichtrückzahlung, aber da bis kurz vor dem Fälligkeitstermin keinerlei offizielle Erklärung abgegeben wurde, haben sie immerhin mit der Möglichkeit der Rückzahlung rechnen können, was auch die Kursbewegung zeigt. Die Städte waren nicht gut beraten, wenn sie gerade in dieser Zeit die Interessen ihrer Gläubiger so wenig beachtet haben. Es wäre möglich und notwendig

gewesen, die Inhaber der Schatzanweisungen direkt und rechtzeitig zu unterrichten. Die Unzufriedenheit über das Verhalten der Städte hätte dann jedenfalls keinen größeren Umfang angenommen, als es jetzt der Fall ist; man kann zwar Verständnis dafür haben, daß die Städte den Rückzahlungstermin nicht haben einhalten können, die Art aber, wie sie die Gläubiger zu behandeln für richtig gefunden haben, ist im Interesse des Kommunalkredits im allgemeinen wie im besonderen zu bedauern" (1).

---

1) Frankfurter Zeitung v.29.9.32 Nr.727-28.

D. Börsentechnische Faktoren der Kursbildung.

a) Beeinflussung der Kursbildung durch die Börseneinführung.

Nach der Genehmigung des Antrages durch die Zulassungsstellen, die manchmal erst nach wiederholter Korrektur und Neuanfertigung des Prospektes erfolgen konnte, sind die Anleihen börsenreif.

Bei der Emission durch kontinuierlichen Verkauf ist es, wenn nicht der Absatz durch Veräußerung am Bankschalter getätigt wird, selbstverständlich, daß die Einführung an der Börse spätestens am selben Tage erfolgt. Beim Vertrieb unter der Hand dreht es sich meist um börsenunfähige Papiere. Handelt es sich um andere, dann folgt der Subskription in der Regel die Einführung an der Börse. Angesichts der Tatsache, daß nicht nur Winkelanleihen kleiner Städte, sondern auch Großstadtanleihen entweder in Formen begeben worden waren, die von vornherein eine Börsennotiz nicht zuließen, oder trotz einwandfreier formeller Voraussetzungen dennoch nicht zum Börsenhandel gebracht wurden, muß kurz erörtert werden, in welchem Interesse eine solche Verfahrensweise liegen könnte.

Für den Erwerber ergeben sich bei einer Nichtzurnotizbringung nur Nachteile, die in erster Linie in dem Illiquidewerden der Anleihen meistens bis zur Kündigung liegen. Denn bei dem Fehlen eines offiziellen Bewertungsmaßstabes würde nur in den seltensten Fällen eine Veräußerung ohne Verluste stattfinden können. Prinzipiell sollte daher für Anleihen, die in das breite Publikum gebracht worden sind, sobald als möglich eine offizielle Börsennotiz herbeigeführt werden.

Ganz deutlich trat der Unterschied in der Bewertung einer notierten und unnotierten Anleihe anläßlich der Erörterungen Ende September 1933 zwecks Umschuldung der kurzfristigen städtischen Verbind-

lichkeiten hervor. In jenen Tagen büßten die städtischen Schatzanweisungen auf Grund der Möglichkeit, daß sie nicht mehr börsenfähig bleiben, bzw. in nicht börsenfähige Papiere umgetauscht werden könnten, in wenigen Tagen bis zu 8 % ein (1). Dieses Beispiel verleiht der Forderung des Anleihebesitzers auf Gewährung einer Börsennotiz besonderen Nachdruck.

Was spricht nun beim Schuldner für das Nichtnachsuchen einer Einführung an der Börse? Zunächst spart er eine Reihe Kosten, die mit der Börseneinführung verbunden sind, und die sich für eine zwei Millionenanleihe auf 6 300 M. belaufen (2). Ferner kennt der Schuldner die Besitzer der Anleihen namentlich, weiter spart er Kosten für Kurspflege usw. Dennoch sollten die Städte die im Verhältnis zum Anleihebetrag nur geringen Mehrkosten bei einer Börseneinführung nicht scheuen. Denn für den Gläubiger entstehen durch die Nichteinführung nur Nachteile, die im Interesse einer pfleglichen Behandlung des gesamten kommunalen Anleihemarktes tunlichst vermieden werden sollen. Das hier Gesagte betrifft in erster Linie natürlich die Schuldscheinanleihen, die also in Zukunft, selbst wenn sie nur in der eigenen Bürgerschaft abgesetzt werden, in dieser Beziehung eine Vervollkommnung verdienen. Die allgemeine Wertschätzung, die das zeichnende Publikum der Börseneinführung entgegenbringt, veranlaßt die Stadt, im Prospekt diesen Akt feierlichst anzukündigen, um den Erfolg der Anleihe so eher zu sichern.

Noch verantwortungsloser und schädlicher für den Kredit einer Stadt wie für den gesamten kommunalen Emissionskredit ist es jedoch, wenn das Publikum mit dem Versprechen alsbaldiger Börsenein-

---

1) Vgl.Börsenbericht d.Frankf.Ztg.v.28.9.33, 721/22, der Berliner Börsenzeitung v.1.10.33, 459 und der Kölnischen Zeitung vom 1.10.33, 534.
2) Nach einer Aufstellung bei Fabian, a.a.O.S.26.

führung zur Zeichnung veranlaßt wird, und diese dennoch nicht erfolgt. Das ist eine Täuschung des Publikums und ein dem Geldgeber Verlust bringender Betrug. Denn der Zeichnungskurs ist ja auf eine spätere Einführung abgestellt, d.h. er ist infolge der schon erwähnten Emissions- und Börsenspesen, die, wenn möglich, auf den Zeichner abgewälzt werden, entsprechend höher. Der Kapitalgeber zahlt also einen Extrapreis für die versprochene Börseneinführung, obwohl er nicht daraus den Nutzen ziehen kann.

Unerfüllte Einführungsversprechen liegen z.B. bei einer 10 %igen Kasseler Anleihe von 1923 (1), den 7 %igen Frankfurter Schatzanweisungen von 31(2) vor. Bei einer anderen Anleihe, der 8 %igen Baden-Badener Anleihe von 24, deren Zeichnern im Jahre 24 die Einführung in Berlin und Frankfurt a.M. in Aussicht gestellt wurde, bedurfte es erst wiederholter Ermahnungen in der Öffentlichkeit (die persönliche Anfrage eines Besitzers bei der Stadt wurde nicht beantwortet) (3). Erst Ende Juli 1930, also nach 6 ½ Jahren entschloß sich die Stadt, ihr gegebenes Versprechen einzulösen.

Aber nicht nur über diese krassen Einzelfälle hat das betroffene Publikum zu klagen. Ein bei den Stadtanleihen weit verbreitetes Übel ist das Hinauszögern der Einführung an der Börse um viele Monate nach der Begebung. Das geht deutlich aus der folgenden Aufstellung hervor. Von 82 Stadtanleihen wurden 61 mit mehr oder weniger großer Verspätung zum offiziellen Handel gebracht. Bei diesen 61 Anleihen(4) waren zwischen der Zeichnungseinladung und der Börseneinführung verflossen:

---

1) Frankfurter Ztg.v. 27,7.26, 552.
2) " " " 9.8.33.
3) " " " 18.3.30, 206.
4) Zusammengestellt nach Marder-Rabnow u.Salings Börsenpapiere a.a.O.

3 Monate	bei	2	Anleihen
3 - 6 "	"	20	"
6 - 12 "	"	27	"
12 - 24 "	"	9	"
35 - 42 "	"	3	"
		61	

Die Gründe für ein derartiges Verhalten liegen größtenteils darin, daß zur Zeit des Zeichnungsschlusses die für eine Börsenzulassung notwendigen formellen Voraussetzungen seitens der Stadt noch nicht erledigt worden waren. Man trachtete danach, die im Augenblick vielleicht günstige kapitalmäßige Situation auszunützen, um die Anleihe schnell zu placieren. Das Gelingen dieser ersten Aktion nahm gewöhnlich, wie nachgewiesen, schon mehrere Monate in Anspruch. Der weitere Ablauf - der Prospekt war zunächst börsenfähig zu machen -, brachte vielfach neue Schwierigkeiten. Rückfragen seitens der Börsenorgane, Richtigstellungen, Ergänzungen und Neuherstellung des Zulassungsantrages dehnten sich oft Monate aus, wie z.B. bei der 6 %igen Berliner Anleihe von 1924. Waren dann endlich die Vorbereitungen zum Schluß gekommen, dann glaubte die Stadt, mit Rücksicht auf die inzwischen gänzlich veränderte Marktlage die Zurnotizbringung bis zum Eintritt einer günstigen Börsensituation hinausschieben zu müssen. Schließlich sah man ein, daß eine Wandlung zum Besseren doch vorerst nicht zu erwarten war, und so mußte denn bei Kursen zur Börseneinführung geschritten werden, die die Emissionskurse manchmal beträchtlich unterschritten hatten. Von den 61 verspätet eingeführten Stadtanleihen wurden nur 5 zum Zeichnungskurs, 24 über demselben und 32 unter demselben zur ersten Notiz gebracht. Unter den zuletzt erwähnten gab es Anleihen, bei denen in den krassesten Fällen Kursdifferenzen von 20 %, 14,75 %, 14,25 %, 11 % usw. zu verzeichnen waren. Bei solchen Zuständen war es für manchen Anleger ein großes Wagnis, sein Kapital in Stadtanleihen zu investieren, falls er mit dem Risiko des unvermutet

auftretenden Kapitalbedarfs rechnen mußte.

Da in vielen Fällen bei hinkender Börseneinführung sich Sprech- und Freiverkehrskurse bilden, die infolge der Notlage, aus der sie geboren werden, sowie infolge Fehlens der Öffentlichkeit der Kursbildung und anderer Momente wie mangelnder Kurspflege niedrig sind, so kann eine Verärgerung des Publikums und eine Diskriminierung der Anleihen nicht vermieden werden. Überdies wird auch die spätere öffentliche Börsennotiz beeinflußt, da sich der Kurs anfangs natürlich an der Freiverkehrsnotiz orientiert, und weil sich ein aufgestauter Bedarf bemerkbar machen muß, der auf den Kurs drückt.

Für die Zukunft muß gefordert werden, daß mit dem Tage des Zeichnungsschlusses die Börsennotiz eröffnet wird. Technische Schwierigkeiten können überwunden werden, umso leichter, als es in Zukunft auf dem Emissionsmarkt kein überstürztes Wettrennen um die besten Plätze, wie es früher in marktverheerender Art und Weise der Fall war, mehr geben wird. Die jetzt vor der Emission eingebauten Sicherungen werden ein Übermaß der Beanspruchung verhindern, so daß in Ruhe alle Vorbereitungen getroffen werden können.

Die Einwirkung der verspäteten Einführung auf den Kurs soll an den folgenden Beispielen gezeigt werden. Bei den unten genauer angeführten Anleihen der Städte Königsberg, Bonn, Breslau und Magdeburg betrug die Verspätung 5, 6, 14 und 16 Monate. Die Königsberger Anleihe von 27 notierte 84,3 % am 1.9.28, als die 28er I.Anleihe mit 84 % eingeführt wurde. Während sich die ältere Anleihe im ganzen Monat auf fast unverändert 84 % hielt, sank die jüngere Anleihe infolge des aufgestauten Angebots auf zeitweise 81 % ab. Gegen Ende Oktober konnte sie aber die jetzt mit der Gesamtheit etwas gesunkene ältere Anleihe bei 83,4 % einholen und ist in der Folgezeit dieser leicht überlegen (1).

---

1) Vgl. weiteres über diese beiden Anleihen unter

Während in dem vorhergehenden Beispiel und auch in den noch folgenden Vergleichen die Emissionen der neuen Anleihen in ungefährer Höhe der laufenden Kurse der schon eingeführten älteren Emission derselben Stadt angeboten wurden, hatte die Bonner Anleihe von 26 zur Zeit der Zeichnung der 29er Anleihe einen fast 2 ½ %igen höheren Kurs (1), wie das den Tilgungsbedingungen entsprach. Als dann am 11.11.29 die zu Anfang des Jahres emittierte Anleihe von 29 eingeführt wurde, versuchte man, für beide Anleihen gleiche Kurse herbeizuführen. Vielleicht war dies auch eine Maßnahme, um dem erwarteten Angebot zu begegnen. Wie der Kursvergleich unter dem Kapitel Tilgungsauswirkung S. 131 zeigt, bestand bald wieder ein 2 %iger Abstand zwischen den beiden Anleihen.

Sind in den beiden ersten Fällen die Einführungskurse relativ hoch und vielleicht durch eine besondere Maßnahme des Emittenten zustande gekommen, so scheint in dem folgenden Beispiel schon vom ersten Kurse an auf die neue Anleihe das längere Zeit zurückgedrängte Angebot eingewirkt zu haben. Es handelt sich um die Breslauer Anleihe von 28, I und 28, II, die am 3.5.1929 beide 90 % notierten. Als reine Auslosungsanleihe hätte die neu eingeführte II. Emission von 1928 nämlich einen höheren Kurs als die I.Emission der 1928er Anleihe aufweisen müssen (2). Erst nach einiger Zeit ergibt sich, so ab 21.5.29 mit 88,5 % für die I-Serie und 88 % für die II-Serie, eine ähnliche Relation wie sie während des ganzen Jahres, in wöchentlichen Durchschnittskursen berechnet, mit 84,67 % für die

---

dem Kapitel: Die Höhe des Anleihebetrages und seine Stückelung, S. 62.

1) In diesem Fall, wie auch in den anderen Fällen, war eine Manipulation durch künstliches Hochhalten oder Hochtreiben der alten Anleihe zwecks Erzielung eines guten Emissionskurses nicht zu bemerken.

2) Über die Gründe vergleiche S. 148 ff.

erstere, und 86,62 % für die letztere bestand (1).

Betrugen die Kursunterschiede in den bisherigen Fällen 2 ½ - 3 %, so waren diese in einer Reihe weiterer Fälle geringer und betrugen z.B. 1,3 % bei den Magdeburger Anleihen. (Kurs am 30.10.28 für die 26er Anleihe von Magdeburg 92,10 % und für die 28er Anleihe 92,5 %, aber am 27.11.28 92,9 % für die erstere und 94,6 % für die letztere).

Abschließend darf gefordert werden, daß die Städte in Zukunft bei Einführung ihrer Anleihen ihnen eine pfleglichere Behandlung zuteil werden lassen.

b) Abhängigkeit der Kursbildung vom mangelnden Ausgleich zwischen Angebot und Nachfrage.

Nachdem die Anleihe an der Börse eingeführt ist, muß die Stadt darauf bedacht sein, etwa auftauchende Schwierigkeiten bei der Kursbildung auszumerzen, soweit das in ihrer Macht liegt. Vielfach ist es bei den Stadtanleihen so, daß Angebot und Nachfrage keinen Ausgleich finden, weil technische Mängel dem entgegenstehen. Diese können zunächst von dem Emissionsbetrag und seiner Stückelung abhängen.

1. Die Höhe des Anleihebetrages und seine Stückelung.

Namhafte Autoren wie Kleiner (2) und Schmalenbach (3) u.a. sind auf Grund der Erfahrungen im

---

1) Vgl.Näheres über die beiden Anleihen unter dem Kapitel Auswirkung der Tilgung auf die Anleihekurse, S.145.
2) Kleiner, Kapitalmarkt und Inlandsanleihen, in Deutscher Sparkassenzeitung vom 30.7.29 Nr.87.
3) Schmalenbach: „Es gilt heute als Faustregel, daß eine Schuldverschreibungsanleihe von weniger als 5 Millionen in Deutschland voraussichtlich keinen guten Markt finden kann. Sie wird jedenfalls

vergangenen Jahrzehnt der Ansicht, daß Anleihen in Zukunft unter 3-5 Millionen nicht mehr selbständig begeben werden sollten. Die Durchführung dieser Forderung würde für die Stadtanleihen eine wesentliche Neuerung bedeuten. Bisher war es nicht nur so, daß mittlere Städte wie Altenburg, Gera, Weimar, Emden, Kolberg usw. entsprechend ihrem geringen Bedarfe mit Anleihebeträgen von 1,5 Millionen Mark am Markt erschienen, sondern es fand sich auch eine Stadt wie Königsberg, die sogar eine 1 Millionen Anleihe emittierte. Überhaupt gab es eine Reihe von Städten, die wegen ungünstiger Börsenlage, und weil man glaubte, allgemein dem Publikum keine größeren Emissionen zumuten zu dürfen, mit verhältnismäßig kleinen Beträgen, dafür dann aber mit baldiger Wiederholung, an die Öffentlichkeit traten. Das erinnerte oft lebhaft an die laufend jährlich herausgebrachten Serien der Städte in der Vorkriegszeit. Es hat sich gezeigt, daß solche Anleihen wegen der Geringfügigkeit und Zerstreutheit des emittierten Betrages nur selten zur Notiz gebracht werden konnten. Daraus folgt, daß entweder bei Stadtanleihen in Zukunft ein Mindestbetrag von 3 Millionen emittiert werden muß, oder bei niedrigeren Summen ist von vornherein mit der Börsennotiz die Möglichkeit einer Akkumulierung der Aufträge dadurch zu garantieren, daß wöchentlich nur eine zweimalige Notierung stattfindet.

Allerdings muß einem weit verbreiteten Irrtum entgegengetreten werden, der in der allgemeinen Behauptung von der minderen Bewertung dieser Anleihen beruht. An einem beliebig gewählten Tage notierten beispielsweise die Anleihen der oben genannten Städte (linksstehend) im Vergleich zu anderen mit höheren Emissionsbeträgen (rechts):

---

gegenüber anderen eine geringere Bewertung aufweisen". Organisation des Kredites, in Zeitschr. f.handelswiss. Forschung, 1933 Nr.11 S.574.

	5.1.33		5.1.33
Altenburg	68 %	Berlin v.24	68 %
Emden	67 %	Eisenach	67 %
Gera	65 %	Düsseldorf	65,5 %
Kolberg	65 %	Zwickau v.28	65 %

Aber dieser aus verschiedenen Gründen nur rohe Vergleich kann nicht maßgebend sein und soll ergänzt werden durch eine exaktere Gegenüberstellung der Königsberger Anleihen von 28, Serie I (kündbar ab 1.7.33, Tilgung ab 1.7.29 bis spätestens 1.7.51) und der von 1927 (kündbar ab 1.7.32, Tilgung ab 1.7.28 bis 1.7.50). Bei ungefähr gleichen Tilgungsbedingungen, wobei sich eher noch ein kleiner Vorteil zugunsten der 1927er Anleihe ergibt, ist bemerkenswert, daß die 1928er Anleihe über einen Kapitalbetrag von 1 Million und die 1927er Anleihe über einen solchen von 9 Millionen verfügt. Aus den monatlichen Durchschnittskursen, errechnet nach dem Monatskursblatt der Berliner Börsenberichte der Jahre

	Anleihe von 27	Anleihe von 28,I
1928	83,60	83,13
1929	78,95	78,58
1930	79,14	80,33
1931	77,16	80,54
1932	47,32	47,96
1933	71,63	71,89
1934	85,89	85,87
	74,81	75,47

ergibt sich ein Gesamtdurchschnittskurs von 74,81 für die 9 Millionenanleihe und von 75,47 für die 1 Millionenanleihe. Die Gründe für die Höherbewertung der Königsberger Anleihe von 28,I müssen also gerade in dieser Eigenart des niedrigeren Kapitalbetrages beruhen, die wahrscheinlich deshalb eine bessere Unterbringung ermöglichte und nur geringes Angebot am Markte verursachte. Ein erwünschtes Funktionieren der Kursbildung setzt aber nicht nur eine Mindestemissionsgröße, sondern auch eine in sich richtige Gliederung dieses Quantums voraus.

Die Eigenart des Mobilisationskredites bedingt, daß die Anleihe entsprechend der Vielzahl der Zeichner in eine Menge kleinerer und größerer Beträge aufgeteilt wird. Manche Städte hatten aber ihre Anleihen, um Kosten zu sparen, in allzu großstückigen Teilbeträgen emittiert. Das dürfte bei der Begebung deshalb keine Schwierigkeiten bereitet haben, als bekanntlich nicht unbeträchtliche Anleiheabschnitte vielfach von den Emissionsbanken im Portefeuille behalten, bzw. an Großabnehmer wie Sparkassen, Versicherungsgesellschaften usw. abgesetzt wurden. Als nun aber in den letzten Jahren diese Besitzerschichten aus Liquiditätsgründen gezwungen waren, die Anleihe an der Börse anzubieten, stellte sich oft die Unmöglichkeit heraus, Angebot und Nachfrage in befriedigender Weise zu kompensieren, da entsprechend der verringerten Sparkraft und der andersartigen Kapitalverteilung hauptsächlich Bedarf für kleine Anleihebeträge vorhanden war. Als Folge ergab sich, daß entweder überhaupt kein Kurs zustande kam, oder sich für große und kleine Stücke unterschiedliche Kurse bildeten, was einer weiteren Komplizierung und Desorganisation am Markt der Stadtanleihen gleichkam.

Für Käufer und Verkäufer ergeben sich unangenehme Situationen, die schließlich auch eine Rückwirkung auf den Kredit der Stadt haben. Bei einigen Anleihen war es zeitweise zur Gewohnheit geworden, an einem Tage nur je eine Kategorie, sei es nun die der Tausender, Fünftausender oder Zehntausender zu notieren (1). Die Umsätze waren an dem Tage, wo Tausender und darunter liegende Stücke notiert wurden, eben nicht so groß, als daß man die Zweitausender und darüber liegende hätte mitverrechnen können,und umgekehrt lohnte es sich nicht, am Tage der Zweitausender die kleinen Stücke mitzuverrechnen. Dieser Turnus ist sicherlich kein Ideal, immerhin bedeutete es schon etwas, ihn durchführen zu

---

1) Vgl. Berliner Börsenberichte v. 20.1.33.

können. Manchmal aber waren „einzelne Stücke über 5 000 und 10 000 Mark wochenlang nicht zu verkaufen" (1).

Nun konnte weiter bemerkt werden, daß ein Angebot von 10 000 M. in den Jahren 1931, 32, 33, 34 und auch noch 1935 eine mehrprozentige Reaktion der Kurse zur Folge hatte. So notierten am 20.1.33 von der 1928er Dresdner Anleihe Tausender Stücke 2 3/4 % über dem vortägigen Kurs für Fünftausender, am selben Tage dagegen die 6 %igen Schatzanweisungen in Zehntausenderstücken 1 % unter dem vortägigen Kurse für Fünftausender. Die Koblenzer Anleihen wiesen am 18.1.33 eine ähnliche Konstellation auf, indem nämlich die 1928er Anleihe gegenüber dem 16.1. um 2 3/8 % auf 67 1/2 % abgeschwächt war, wobei das Angebot in 5000 M.-Stücken unberücksichtigt blieb, während die 1926er Anleihe gegenüber dem 13.1. um 2 % auf 71 % befestigt war (2). Am 5.1.33 sagte der Kursbericht vom Markt der Stadtanleihen, daß sich „größere Veränderungen nur in solchen Fällen ergaben, in denen eine andere Kategorie von Stücken als gestern notiert wurde" (3). So waren die Kurssteigerungen der Anleihen der Stadt Berlin von 26 um 1 1/2 %, die der Wiesbadener von 26 um 2 1/2 % und der 6 %igen Schatzanweisungen von Dresden um 3% bei 6000 M. Umsatz darauf zurückzuführen, daß sich diese Notierungen nur für kleine Stücke verstanden im Gegensatz zum letzten Kurs für große Stücke am 13.1. Umgekehrt notierten an diesem Tage die großen Stücke der Mannheimer Anleihe von 26 2 % unter dem vortägigen Kurse für kleine Stücke.

Die Abhängigkeit der Kursbildung von den Stückelungsverhältnissen wird auch noch durch die unten folgende Aufstellung demonstriert. In diesem Beispiel zeigt sich ganz deutlich, wie im selben Zeitraum die Kurse steigen oder fallen, je nach Größe

---

1) Frankfurter Ztg.v.24.5.31 Nr.381.
2) Berliner Börsenberichte v.18.1.33.
3) " " " 5.1.33.

der notierten Stücke.

	31.1.35	1.2.35
Breslau von 28, II	91,5 % "(1)	92,25 ' (2)
Dresden von 28 Goldanleihe	90,5 % '	89 1/8 "
Dresden von 26, 1 u.2 "	89,75% '	89,125 "
Solingen	92	91,5 "
	5.2.35	6.2.35
Leipzig von 28	94,25 "	95,25
Düsseldorf	92,75 "	92,75 "
Dresden Schatzanw.v.28	91,5 "	92 '
	12.2.35	13.2.35
Breslauer Anl.v.26	90,75 '	89,75 "
Dresdner Anl.von 26, 1,2	88,25 "	88,625 '
Pforzheim von 26	90,75 '	90 "

Diese Fälle sind ganz willkürlich herausgegriffen und könnten beliebig vermehrt werden. Wir begnügen uns damit, noch eine Reihe von Städten aufzuzählen, bei denen die Kurse sich häufig nur für 1000 M. und darunter oder auch für 2000 M. und darüber verstehen: Bonn von 29, do. von 26, Breslau von 26, do. von 28,1, do. von 28,2, Dresden von 26, 1,2, do. von 28, do. Schatzanweisungen von 28, Frankfurt von 26, Kassel, Koblenz von 28, Leipzig von 28, do. von 29, Pforzheim von 26, do. von 27, Wiesbaden, Stettin, Zwickau usw.

Diese Beispiele demonstrieren ganz deutlich, daß es unerläßlich ist, für die Kursentwicklung einen ausführlichen Kommentar zu benutzen, der aber unter den großen deutschen Tageszeitungen nur von der Berliner Börsenzeitung gebracht wird.

Wie man sieht, ergeben sich diese Differenzierungen bei einer Reihe von Stadtanleihen während längerer Zeiträume. Nun soll gewiß zugegeben werden, daß ein Teil dieser Schwierigkeiten nicht zu Lasten der Stadt geht, da in gewöhnlichen Zeiten mit größerer Umsatztätigkeit eine derartige überempfindliche Reagibilität und Aufnahmeverweigerung des Marktes nicht zu erwarten ist. Jedoch gilt es,

1) " = 2000 RM und darüber.
2) ' = 1000 " " darunter.

für die Zukunft ein Augenmerk darauf zu richten. Bei einigen Städten, darunter Breslau und Dresden, kehren die Schwierigkeiten derartig oft wieder, verfälschen das Kursbild, verleiten zu abwegigen Schlüssen, schaffen Ärger und Verdruß (1) und diffamieren damit nicht nur die betreffenden Anleihen sondern schädigen auch den gesamten Kommunalkredit so daß man sich doch ernstlich überlegen sollte, o es nicht möglich wäre, einen Teil dieser Anleihen einzuziehen, so Stücke über 5000 und 10 000 M., un dafür solche über 500 und 1000 Mark auszugeben. De Schwierigkeiten der Kursfeststellung wäre auf dies Weise sicherlich zum Teil beizukommen.

2. Kursüberschneidungen an verschiedenen Börse

Eine weitere unregelmäßige Kursbildung kann durch die Einführung einer Anleihe an verschiedene Börsenorten hervorgerufen werden. Bei nicht ausrei chendem Anleihebetrag ist diese regelmäßig zu erwa ten. Es laufen vielleicht an dem einen Börsenplatz einige Kauforders und an dem anderen einige Ver-

---

1) Namentlich, wenn die Städte gar kein Verständni für die den Anleihebesitzern drohenden Verluste haben. Wie ein Kursmakler dem Verfasser mitteil te, bildet der folgende Fall keine Ausnahme. Nachdem ein Verkäufer eine geraume Zeit erfolglos versucht hatte, ein 5000er Stück Frankfurte Stadtanleihe zu veräußern, bat er durch Vermitt lung des Maklers bei der Stadt um Umtausch in kleinere Stücke. Die Verwaltung lehnte dieses Ansinnen ab. Daraufhin war der Besitzer, um überhaupt zu seinem Gelde zu kommen, gezwungen, daß große Stück unter Zahlung eines bedeutender Kursabschlags bei einem ihm bekannt gewordenen Interessenten in kleinere Beträge zu tauschen, die er jetzt an der Börse verkaufen konnte. Der Stadt wären keine Kosten entstanden, deshalb is ihr Verhalten um so unverantwortlicher.

kaufaufträge ein. Diese kommen aber nicht zusammen und rufen so mehrprozentige Kursschwankungen und sogar Kursstreichungen hervor.

Laut Tabelle auf S. 69 wurden 1934 von insgesamt an den deutschen Effektenbörsen eingeführten 84 lang-, mittel- und kurzfristigen Emissionen 66 an dem Zentralmarkt in Berlin und 36 in Frankfurt notiert. Mit nur 11 Anleihen folgt dann als zahlenmäßig drittstärkste die Leipziger Börse. Die mit Hilfe dieser Börsen finanzierten Kapitalbeträge haben eine Relation von 785 zu 436 zu 133 Millionen.

Einmalige Notizen, also solche, die sich nicht überschnitten, hatten nur drei Börsen, nämlich Berlin 21, Frankfurt 8 und Stuttgart 3. Die allein auf diese Plätze entfallenden Anleihebeträge hatten eine Höhe von 206, 30 und 8 Millionen. Aus den Zahlen ersehen wir, daß 32 Stadtanleihen von den 84 sich mit einer Notiz begnügen. Für die anderen ergab sich eine Menge von Überschneidungen, die auf 14 Börsenplätze verteilt waren. So hatten 9 Werte je 4 Notierungen und 6 Werte je 3 Notierungen. Wie abträglich eine derartige Atomisierung des Geschäfts auf die Beständigkeit und Einheitlichkeit der Kursbildung wirken muß, kann man erst voll ermessen, wenn zu der Notizhäufigkeit die Höhe der Emission in Beziehung gesetzt wird; so waren beispielsweise bei den vierfach notierten Werten Beträge von nur 5 Millionen (Augsburg) und bei den dreifach notierten solche von 4 Millionen (Ludwigshafen). Auch bei den doppelt notierten Anleihen ergaben sich ungesunde Notierungshäufigkeiten, wie z.B. bei Görlitz mit 2 Millionen, bei Altenburg und Riesa mit einem Emissionsbetrage von 1,5 Millionen, bei Königsberg von 28,I mit einer Million, und bei Baden-Baden von 24,II mit einer Million. Alle diese Mißverhältnisse wurden aber in den Schatten gestellt durch die Dresdner Schatzanweisungen von 28 und die Anleihe von 28, die zusammen, da die letztere Anleihe nichts anderes

darstellt als umgetauschte Schatzanweisungen (1), nur einen Betrag von 3,63 Millionen ausmachen. Beide Anleihen hatten aber je 4 Notizen, so daß zusammen auf 3,63 Millionen acht Notierungen stattfanden bzw. auch nicht stattfanden. Diesen ungesunden Verhältnissen wurde größtenteils durch die „Verordnung betreffend die Zulassung von Wertpapieren zum Börsenhandel vom 4.12.34" (2) dadurch ein Ende bereitet, daß nur folgende neun Börsen bestehen blieben: Berlin, Frankfurt, Hamburg, Düsseldorf, München, Stuttgart, Leipzig, Hannover, Breslau. Durch den Wegfall der Dresdner, Mannheimer, Königsberger und Augsburger Börse erfolgte eine Reduzierung der abträglichen Notierungsüberschneidungen, so daß die Anzahl der Gesamtnotierungen an den deutschen Börsen von 162 um 21 auf 141 sank. Wurde durch die eintretende Akkumulierung von Kapital und Verkehr die Leistungsfähigkeit der verbleibenden Börsen erhöht, so verfolgte man darüber hinaus das Ziel, den Provinzbörsen ein landschaftsverwandtes Betätigungsfeld zuzuweisen.

Deshalb wurden zwei der ehemals in Köln notierten Anleihen (Kölner Schatzanweisungen Proteststükke, Aachener Anleihe) auf die Düsseldorfer und die in Magdeburg gehandelten drei Anleihen (Altenburger Anleihe und zwei Magdeburger Anleihen) auf die Leipziger Börse übertragen. Da an der letzteren auch die Zwickauer Anleihe von 28 zur Notizaufnahme gelangte, ergibt sich jetzt folgendes Bild.

---

1) Die 4 ½ % (7 %) Anleihe der Stadt Dresden vom Jahre 1928 (Umtauschanleihe) wurde mit den noch in Umlauf befindlichen Restbeträgen am 1.6.1935 zum 1.Dez. 1935 gekündigt.
2) Frankfurter Ztg.v. 7.12.34 Nr. 622.

in	Notierungen vor dem 1.1.35	nach dem 1.1.35
1. Berlin	66	66
2. Frankfurt/M.	36	36
3. Leipzig	11	15
4. Dresden	10	0
5. München	8	8
6. Mannheim	6	0
7. Düsseldorf	5	7
8. Breslau	5	5
9. Königsberg	4	0
10. Stuttgart	3	3
11. Köln	3	0
12. Magdeburg	3	0
13. Hamburg	1	1
14. Augsburg	1	0
	162	141

Die Anzahl der Alleinnotizen beträgt jetzt für

Berlin	Frankfurt	Stuttgart	Leipzig
25	10	3	2

Es würde sich empfehlen, darüber hinaus zumindest noch folgende Mängel abzuschaffen.

Die Proteststücke der Frankfurter Schatzanweisungen werden noch in Berlin und Frankfurt und die der Kölner Schatzanweisungen außerdem auch an der Heimatbörse Düsseldorf notiert. Für die Frankfurter Schatzanweisungen findet in Berlin, und für die Kölner findet in Frankfurt fast keine Notiz statt. Deshalb sollten sie an diesen Börsen aus dem Kurszettel gestrichen werden.

Außerdem gibt es an der Berliner Börse noch eine Reihe von Kleinwerten, die dort oft wochen- und monatelang Kursstreichungen aufweisen, weil gegenüber Anleihen fremder Städte von Anlegern weitgehende Interesselosigkeit gezeigt wird. Vielleicht ließe sich durch die Überweisung an die entsprechenden Provinzbörsen dort mehr Aufmerksamkeit und Pflege für sie erreichen. Zu diesen Werten gehört insbesondere die Weimarer Anleihe, die in Berlin monatelang ohne Notiz geblieben ist. Andere Anleihen,

wie z.B. die Augsburger, die früher lange Monate gestrichen blieb, haben sich jetzt wie es scheint, in Berlin eingebürgert und kommen, wenn auch nicht regelmäßig, so doch zu genügenden Malen zur Notiz.

3) Getrennte Notierung verschiedener Serien derselben Stadt.

Eine weitere Möglichkeit, die Kursbildung einzelner Anleihen zu verbessern, ist die Zusammennotierung verschiedener Serien. Häufig kommt es vor, daß an diesem Tage die eine, am nächsten Tage die andere, am übernächsten Tage keine von beiden Serien notiert wird, weil nur Angebot bei Anleihe I und nur Nachfrage bei Anleihe II vorlag. Deshalb muß nach Möglichkeit eine einheitliche Notiz verschiedener Jahrgänge herbeigeführt werden. Diese stößt auf keine Schwierigkeiten, wenn die Tilgung der Anleihen gleichweit fortgeschritten ist.

Bei den Breslauer Anleihen von 28,II und von 2 über 15 bzw. 10 Millionen sollte man eigentlich annehmen, daß die ziemlich hohen Emissionsbeträge zu einer regelmäßigen Kursbildung reichen müßten. In ruhigen Börsenzeiten ist es jedoch so, daß beide Anleihen 5-6 Tage ohne Notiz bleiben. Dieser Vorgang liegt vielleicht darin begründet, daß diese Papiere Auslosungsanleihen sind. Infolgedessen sollte man, um einen besseren Ausgleich von Angebot und Nachfrage zu erzielen, die beiden Anleihen zusammen notieren. Technische Schwierigkeiten würden sich hierbei nicht ergeben, da nach Unwirksamwerden des ursprünglich verschiedenen Zinssatzes und der verschiedenen Kündbarkeit schon seit einiger Zeit völlige Übereinstimmung bei den beiden Anleihen gegeben ist. Die Kurse weisen denn auch sehr minimale Differenzen auf.

Die Königsberger Anleihe von 28,I.Serie über nur eine Million hat natürlich eine unregelmäßige Notiz. Infolgedessen wäre es praktisch, sie mit der Anleihe von 28, 2.u.3.Serie zusammenzunotieren. D

1 3/4 Jahre früher liegende Tilgungstermin der letzteren per 1.10.49 würde keine Behinderung bedeuten. Die Durchschnittskurse betrugen bei der Anleihe von 28, 2.u.3.Serie fällig 1949 66,12 % für die Jahre 1932, 33, 34 und bei der Anleihe von 28, I.Serie fällig 1951 für die gleiche Zeit 66,05 %.

Die Leipziger Stadtanleihen von 28 und 29 unterscheiden sich nur insofern, als die 28er Anleihe dreiviertel Jahre früher getilgt sein muß als die Anleihe von 29. Da die Anleihen, vielleicht wegen ihres Auslosungscharakters, nur sehr unregelmäßig in Berlin zur Notiz kommen, könnte durch eine Zusammenlegung eine Marktverbreiterung erzielt werden. Die Kurse liegen immer nahe beieinander.

Auch die Magdeburger Anleihen von 26 und 28, von denen die erste bis 1.4.48 und die zweite bis 1.6.49 zurückgezahlt sein muß, könnten unbedenklich zusammengeführt werden, zumal sie im Kurse immer eng beieinander liegen. Beide Anleihen haben nur in schwachen Börsenzeiten unregelmäßige Notiz, und deshalb ist eine Zusammenlegung nicht unbedingt erforderlich.

Bei der von Schmalenbach vorgeschlagenen festen Tilgung vom Anleiherestbetrag (siehe Kapitel Tilgung S. 124) könnten die meisten der Stadtanleiheserien jeweils zu einer Notiz bei der betreffenden Stadt vereinigt werden. Diese Notizzusammenlegung wäre im Interesse der Kursbildung für die meisten Anleihen anzuraten.

e) Kurspflege.

Von der Ausmerzung der in den vorhergehenden Kapiteln erwähnten offensichtlichen Schäden werden nicht alle Anleihen erfaßt. Aber selbst wenn die Mängel abgestellt werden, ist sowohl für diese Anleihen als auch insbesondere für die anderen eine geregelte Marktpflege zu fordern. Darunter sollen hier nicht die Maßnahmen verstanden werden, die in der Einleitung geschildert wurden, wie offene

Marktpolitik, Anleihestockgesetz usw., auch nicht die in späteren Kapiteln erörterten wie Inzahlungnahme u.a., sondern nur die Mittel, die dazu dienen, der täglichen Kursfeststellung die Zufälligkeiten zu nehmen. Gar zu oft kommt es vor, daß Kursstreichungen oder Kursabschläge schon bei sehr kleinem Angebot vorgenommen werden. Dieses Risiko des vor nur einem kleinen Angebot weichenden Kurses gilt es zu beseitigen.

Das kann nur durch eine ständige Betreuung des einzelnen Papiers geschehen, die von der Stadt durch eine befreundete Bank oder ein Emissionsinstitut vorgenommen werden muß.

Die mit der Kurspflege betrauten Stellen fassen ihre Aufgabe falsch auf, wenn sie es so machen, wie im folgenden vom Markt der Stadtanleihen geschildert wird: „Der Kurszettel enthält an einem Tage etwa den Kurs 97 G; das heißt, es hat kein Umsatz stattgefunden, aber es war angeblich jemand da, der diese Obligation zu 97 kaufen wollte. In Wirklichkeit wollte sie niemand kaufen, sondern das Angebot stammt von der Bank des emittierenden Kreditinstitutes selbst. Sollte nun jemand zu diesem Kurse verkaufen wollen, so kommt es auf die Größe des Postens an. Handelt es sich um einen verhältnismäßig kleinen Posten, so nimmt die kursmanipulierende Bank den Betrag auf, d.h. sie kauft ihn. Handelt es sich um einen großen Posten, der etwa mit 97 limitiert ist, so unterläßt sie den Kauf und gibt einen neuen Kaufauftrag zu 96,8 an die Börse. Dieser allmähliche Abschlag kann sich eine Reihe von Tagen wiederholen. Das bedeutet für denjenigen, der verkaufen will, das sogenannte „Nachlaufen". Immer wieder versucht er durch Anpassung seines Limits an den Börsenkurs, die Effekten loszuwerden, und immer wieder läuft ihm der Kurs davon, bis dann vielleicht eines Tages dem Emissionshaus die Sache zu dumm wird und endlich der Posten mit sagen wir 95 % aufgenommen wird. Am darauffolgenden Tage findet

in	Notierungen vor dem 1.1.35	nach dem 1.1.35
1. Berlin	66	66
2. Frankfurt/M.	36	36
3. Leipzig	11	15
4. Dresden	10	0
5. München	8	8
6. Mannheim	6	0
7. Düsseldorf	5	7
8. Breslau	5	5
9. Königsberg	4	0
10. Stuttgart	3	3
11. Köln	3	0
12. Magdeburg	3	0
13. Hamburg	1	1
14. Augsburg	1	0
	162	141

Die Anzahl der Alleinnotizen beträgt jetzt für

Berlin	Frankfurt	Stuttgart	Leipzig
25	10	3	2

Es würde sich empfehlen, darüber hinaus zumindest noch folgende Mängel abzuschaffen.

Die Proteststücke der Frankfurter Schatzanweisungen werden noch in Berlin und Frankfurt und die der Kölner Schatzanweisungen außerdem auch an der Heimatbörse Düsseldorf notiert. Für die Frankfurter Schatzanweisungen findet in Berlin, und für die Kölner findet in Frankfurt fast keine Notiz statt. Deshalb sollten sie an diesen Börsen aus dem Kurszettel gestrichen werden.

Außerdem gibt es an der Berliner Börse noch eine Reihe von Kleinwerten, die dort oft wochen- und monatelang Kursstreichungen aufweisen, weil gegenüber Anleihen fremder Städte von Anlegern weitgehende Interesselosigkeit gezeigt wird. Vielleicht ließe sich durch die Überweisung an die entsprechenden Provinzbörsen dort mehr Aufmerksamkeit und Pflege für sie erreichen. Zu diesen Werten gehört insbesondere die Weimarer Anleihe, die in Berlin monatelang ohne Notiz geblieben ist. Andere Anleihen,

wie z.B. die Augsburger, die früher lange Monate gestrichen blieb, haben sich jetzt wie es scheint, in Berlin eingebürgert und kommen, wenn auch nicht regelmäßig, so doch zu genügenden Malen zur Notiz.

3) Getrennte Notierung verschiedener Serien derselben Stadt.

Eine weitere Möglichkeit, die Kursbildung einzelner Anleihen zu verbessern, ist die Zusammennotierung verschiedener Serien. Häufig kommt es vor, daß an diesem Tage die eine, am nächsten Tage die andere, am übernächsten Tage keine von beiden Serien notiert wird, weil nur Angebot bei Anleihe I und nur Nachfrage bei Anleihe II vorlag. Deshalb muß nach Möglichkeit eine einheitliche Notiz verschiedener Jahrgänge herbeigeführt werden. Diese stößt auf keine Schwierigkeiten, wenn die Tilgung der Anleihen gleichweit fortgeschritten ist.

Bei den Breslauer Anleihen von 28,II und von 26 über 15 bzw. 10 Millionen sollte man eigentlich annehmen, daß die ziemlich hohen Emissionsbeträge zu einer regelmäßigen Kursbildung reichen müßten. In ruhigen Börsenzeiten ist es jedoch so, daß beide Anleihen 5-6 Tage ohne Notiz bleiben. Dieser Vorgang liegt vielleicht darin begründet, daß diese Papiere Auslosungsanleihen sind. Infolgedessen sollte man, um einen besseren Ausgleich von Angebot und Nachfrage zu erzielen, die beiden Anleihen zusammen notieren. Technische Schwierigkeiten würden sich hierbei nicht ergeben, da nach Unwirksamwerden des ursprünglich verschiedenen Zinssatzes und der verschiedenen Kündbarkeit schon seit einiger Zeit völlige Übereinstimmung bei den beiden Anleihen gegeben ist. Die Kurse weisen denn auch sehr minimale Differenzen auf.

Die Königsberger Anleihe von 28,I.Serie über nur eine Million hat natürlich eine unregelmäßige Notiz. Infolgedessen wäre es praktisch, sie mit der Anleihe von 28, 2.u.3.Serie zusammenzunotieren. Der

1 3/4 Jahre früher liegende Tilgungstermin der letzteren per 1.10.49 würde keine Behinderung bedeuten. Die Durchschnittskurse betrugen bei der Anleihe von 28, 2.u.3.Serie fällig 1949 66,12 % für die Jahre 1932, 33, 34 und bei der Anleihe von 28, I.Serie fällig 1951 für die gleiche Zeit 66,05 %.

Die Leipziger Stadtanleihen von 28 und 29 unterscheiden sich nur insofern, als die 28er Anleihe dreiviertel Jahre früher getilgt sein muß als die Anleihe von 29. Da die Anleihen, vielleicht wegen ihres Auslosungscharakters, nur sehr unregelmäßig in Berlin zur Notiz kommen, könnte durch eine Zusammenlegung eine Marktverbreiterung erzielt werden. Die Kurse liegen immer nahe beieinander.

Auch die Magdeburger Anleihen von 26 und 28, von denen die erste bis 1.4.48 und die zweite bis 1.6.49 zurückgezahlt sein muß, könnten unbedenklich zusammengeführt werden, zumal sie im Kurse immer eng beieinander liegen. Beide Anleihen haben nur in schwachen Börsenzeiten unregelmäßige Notiz, und deshalb ist eine Zusammenlegung nicht unbedingt erforderlich.

Bei der von Schmalenbach vorgeschlagenen festen Tilgung vom Anleiherestbetrag (siehe Kapitel Tilgung S. 124) könnten die meisten der Stadtanleiheserien jeweils zu einer Notiz bei der betreffenden Stadt vereinigt werden. Diese Notizzusammenlegung wäre im Interesse der Kursbildung für die meisten Anleihen anzuraten.

e) Kurspflege.

Von der Ausmerzung der in den vorhergehenden Kapiteln erwähnten offensichtlichen Schäden werden nicht alle Anleihen erfaßt. Aber selbst wenn die Mängel abgestellt werden, ist sowohl für diese Anleihen als auch insbesondere für die anderen eine geregelte Marktpflege zu fordern. Darunter sollen hier nicht die Maßnahmen verstanden werden, die in der Einleitung geschildert wurden, wie offene

Marktpolitik, Anleihestockgesetz usw., auch nicht die in späteren Kapiteln erörterten wie Inzahlungnahme u.a., sondern nur die Mittel, die dazu dienen, der täglichen Kursfeststellung die Zufälligkeiten zu nehmen. Gar zu oft kommt es vor, daß Kursstreichungen oder Kursabschläge schon bei sehr kleinem Angebot vorgenommen werden. Dieses Risiko des vor nur einem kleinen Angebot weichenden Kurses gilt es zu beseitigen.

Das kann nur durch eine ständige Betreuung des einzelnen Papiers geschehen, die von der Stadt durch eine befreundete Bank oder ein Emissionsinstitut vorgenommen werden muß.

Die mit der Kurspflege betrauten Stellen fassen ihre Aufgabe falsch auf, wenn sie es so machen, wie im folgenden vom Markt der Stadtanleihen geschildert wird: „Der Kurszettel enthält an einem Tage etwa den Kurs 97 G; das heißt, es hat kein Umsatz stattgefunden, aber es war angeblich jemand da, der diese Obligation zu 97 kaufen wollte. In Wirklichkeit wollte sie niemand kaufen, sondern das Angebot stammt von der Bank des emittierenden Kreditinstitutes selbst. Sollte nun jemand zu diesem Kurse verkaufen wollen, so kommt es auf die Größe des Postens an. Handelt es sich um einen verhältnismäßig kleinen Posten, so nimmt die kursmanipulierende Bank den Betrag auf, d.h. sie kauft ihn. Handelt es sich um einen großen Posten, der etwa mit 97 limitiert ist, so unterläßt sie den Kauf und gibt einen neuen Kaufauftrag zu 96,8 an die Börse. Dieser allmähliche Abschlag kann sich eine Reihe von Tagen wiederholen. Das bedeutet für denjenigen, der verkaufen will, das sogenannte „Nachlaufen". Immer wieder versucht er durch Anpassung seines Limits an den Börsenkurs, die Effekten loszuwerden, und immer wieder läuft ihm der Kurs davon, bis dann vielleicht eines Tages dem Emissionshaus die Sache zu dumm wird und endlich der Posten mit sagen wir 95 % aufgenommen wird. Am darauffolgenden Tage findet

man im Kurszettel wieder den Kurs 97 G" (1).

„Wem es einmal passiert ist, daß er im Vertrauen auf den Geldkurs verkaufen wollte, und nun dem Kurse nachlaufen mußte wie einem fortgewehten Hut, der scheidet der Regel nach aus demjenigen Kapitalistenpublikum, das sich für Stadtanleihen interessiert, aus" (2).

Eine derartige Kursmanipulierung läuft natürlich der geforderten Pflege direkt zuwider und nimmt dem Besitzer das Bewußtsein, in seinem Besitz sicher zu sein.

In den letzten Jahren hatte man nur bei wenig Städten den Eindruck, daß eine Betreuung in der geforderten Art und Weise vor sich gehe, wie z.B. manchmal bei den Berliner Anleihen (3). Im allgemeinen standen die Städte aber einem Anerbieten der Girozentralen, einer dauernden Betreuung der städtischen Emissionen gegen Erstattung der den Girozentralen entstandenen Spesen verständnislos gegenüber (4).

Infolgedessen ergaben sich bei den Stadtanleihen in kurzer Zeit Schwankungen, wie man es sonst bei Spekulationspapieren nicht gewöhnt ist. Zum Teil gehen die unter dem Kapitel Stückelungsschwierigkei-

---

1) Schmalenbach,E. Organisation des Kredits, in Zeitschrift für handelswissenschaftliche Forschung. 1933 Nr.11 S. 576.
2) Schmalenbach,E., Kursbildung von Stadtanleihen, in Zschr. f.handelswiss.Forschg.1908/9 S.541.
3) Hier sind auch die Frankfurter Anleihen zu nennen. Der Kämmerer der Stadt erkundigt sich,abgesehen von der Zeit, in der die Gemeinden wegen ihrer mißlichen finanziellen Lage keinen Pfennig für die Betreuung ihrer Anleihen auslegten, täglich über das in der Börse vorlieg.Angebot und nimmt Beträge nötigenfalls auf.
4) Kleiner, Kapitalmarkt und Inlandsanleihen. In Deutsche Sparkassenzeitung v. 30.7.29 Nr. 87.

ten auf S. 62 ff geschilderten Verhältnisse auch auf das Konto der mangelnden Kurspflege. Ganz deutlich sieht man die Ursachen der Kursdifferenzen an folgenden Beispielen: Die Schwankungen betrugen zwischen Höchst- und Niedrigstkurs bei den pfleglich behandelten deutschen Kommunalgoldanleihen für die beliebig gewählte 1927,I.Serie im April 1934 nur 1,75 %, bei der 1926, I.Serie nur 0,75 % usw. Im gleichen Zeitraum betrugen die Differenzen 1,75 % bei der Berliner Anleihe von 26, 4,5 % bei der Berliner Anleihe von 28, 4 % bei der Aachener Anleihe, 4 % bei der Bonner Anleihe, 7,25 % bei der Elberfelder Anleihe von 28 und 6,375 % bei der Gelsenkirchener Anleihe. Diese Verhältnisse bedeuten keine Sonderfälle, sondern sind der Ausdruck der normalen Zustände am Stadtanleihemarkt.

Diese Schwankungen müßten in Zukunft unterbunden werden. Da die meisten Städte nicht zu bewegen sind, nach der Börseneinführung die geringsten Mittel zur Kurspflege aufzuwenden, so sollte direkt vom Erlös der Anleihe ein gewisser Prozentsatz von vielleicht 5 % abgespalten werden (1), der zur Verfügung der Emissionsbanken (2) zum Zwecke der Anleihebetreuung verbliebe.

---

1) Mahrholz, i.Berliner Börsenberichte v.18.2.32.
2) Der für die Kurspflege reservierte Betrag muß auf mehrere Banken verteilt werden, wenn die Anleihe an verschiedenen Börsen notiert wird, damit es nicht geht wie in dem Fall einer Anleihe, die in Frankfurt und Berlin notiert wurde, aber, da nur eine Berliner Firma berechtigt war, Stücke zur Kurspflege aufzunehmen, die Frankfurter Stellen erst jedesmal in Berlin anfragen mußten, ob eine Intervention genehm sei. Daß dieses umständliche Verfahren dann manchmal zum Nachteil des Kurses unterblieb, ist weiter nicht verwunderlich.

d) Arbitrage.

Die eigentliche Aufgabe der Arbitrage, für eine Marktverbreiterung und eine Auspendelung der Kurse unter Vermeidung von Bewertungsanomalien zu sorgen, ist weder in der einen noch in der anderen Richtung in ausreichendem Maße erfüllt worden. Die an manchen Tagen auftretenden Kursdifferenzen zwischen den einzelnen inländischen Plätzen lassen die Vermutung aufkommen, daß die Kapitalkraft zum Ausgleich vielfach fehlte. So waren z.B. folgende größeren Unterschiede in den Kursen der 6 %igen Berliner Anleihe von 24 und der 6 %igen Leipziger Anleihe von 28 zwischen den Börsenplätzen Frankfurt a.M. und Berlin zu verzeichnen:

Notiz:	in Berlin	in Frankfurt	Differenz
am 25.10.33			
6 % Berliner Anl. von 24	75 %	72 %	3
am 26.10.33			
6 % Berliner Anl. von 24	69 1/2 %	74 1/2 %	5
am 31.10.33			
6 % Leipziger Anl. von 28	80 %	83 %	3
am 2.11.33			
6 % Berliner Anl. von 24	68 1/2 %	72 3/4 %	4 1/4
am 20.11.33			
6 % Berliner Anl. von 24	69 %	65 1/2 %	3 1/2

Solche Bewertungsunterschiede zwischen zwei Plätzen traten häufiger auf, so daß sich die Börsenvorstände mit diesen Übelständen befassen mußten(1) und eine stärkere Zusammenarbeit der einzelnen Firmen

---

1) Siehe Kundgebung des Vorstandes der Frankfurter Börse, zit. in der Frankfurter Ztg. vom 17.11. 33, 817.

erbaten. Seit dieser Zeit ist eine entschiedene Besserung und ein Verflachen der Kursspannen zwischen örtlich verschiedenen Märkten zu konstatieren.

E. Die Verzinsung.

a) Technik der Ausstattung.

1. Nominalzins.

Die Kompliziertheit und Unausgeglichenheit am Markt der Kommunalanleihen wird besonders deutlich, wenn man hinsichtlich des Nominalzinsfußes die Vorkriegszeit mit der Nachinflationszeit vergleicht. Auch damals waren kleine Veränderungen von ¼ bis ½ %, höchstens 1 % im Laufe mehrerer Jahre nicht zu vermeiden. In der letzten Vergangenheit hatten wir jedoch eine Fülle von mehrprozentigen Unterschieden. Von insgesamt 86 begebenen inländischen Stadtanleihen mit dem Kapitalbetrage von 639,27 Millionen (1) gehörten bis zur Zwangskonversion Ende 1931

dem 5-prozentigen Typ 3 Anleihen an
" 6 " " 11 " "
" 7 " " 19 " "
" 8 " " 51 " "
" 10 " " 2 " " .

Daß es Ende 1923 und Anfang 1924 möglich war, Anleihen zu 5 %igem bzw. 6 %igem Nominalzinsfuß zu begeben, lag an der Abstellung auf Goldmark (Dollargoldmark). In diesem Satz ist der vollständige Fortfall einer Währungsprämie bemerkenswert (2). Das dokumentiert auch die 1925er Mannheimer Anleihe. Diese mußte trotz Fallens der Bedingungen für Bank-

---

1) In dem Betrag ist nicht enthalten die 10 %ige Kasseler Anleihe, die im Kapitel „Beeinflussung der Kursbildung durch die Börseneinführung" auf S.56 erwähnt worden war.
2) Trotzdem versuchte man im Jahre 1933 aus der Dollarentwertung Nutzen zu ziehen und die Betonung des Wörtchens „Gold" zu negieren. S.Kap. „Währungsklauseln" S. 258 ff.

kredite von 20 % Anfang 1924 auf 13 1/2 % im Jahre 1925 für ihre Nominalverzinsung 10 % aufwenden, weil sie auf RM abgestellt war.

Neben währungspolitischen Gründen erklären natürlich auch konjunkturelle die Vielfalt der Anleihetypen. Im Jahre 1926 senkte sich mit der parallel laufenden Erleichterung am Geldmarkt der Nominalzinsfuß für Anleihen rasch von 8 % über 7 % auf 6 % zu Anfang des Jahres 1927. Wegen überstarker Inanspruchnahme des Anleihemarktes konnte sich aber dieser letztere nicht für dauernd durchsetzen.

Zu der Mannigfaltigkeit der Zinssätze trug auch das Bestreben der Emittenten bei, die geringsten Anzeichen einer beginnenden Erleichterung des Kapitalmarktes zu Reduktionen in Nominalzinssatz auszunutzen. Anfang der Jahre 1928 und 29 z.B. fanden sich sofort einige Städte, welchen die nur saisonal bedingte Leichtigkeit des Marktes benutzten, um den zur Regel gewordenen 8 %igen Typ durch den 7 %igen zu ersetzen.

2. Disagio.

Wir wissen, daß der Nominalzins einer Anleihe sich dem herrschenden landesüblichen Zins weitgehend anzupassen versucht. In diesem Falle wäre ein Emissionskurs von nahe an 100 % wahrscheinlich. Versucht nun aber der Emittent, zu einem niedrigeren Nominalzins zu emittieren, so würde der Begebungskurs entsprechend sinken. Man ersieht aus der folgenden Tabelle, daß von manchen Städten im Jahr 1926 dieses unerwünschte Verfahren angewandt wurde (Tabelle s.S.79).

Die Aufsichtsbehörden haben in der Folgezeit darauf gedrungen, daß mindestens ein Emissionskurs von 90 % erreicht wurde. Aber diese Grenze läßt noch zu weiten Spielraum. So begaben 8 Städte Anleihen zu 90-91 %, 15 zu 91-93 %. Im mehrfachen Interesse muß darauf hingewirkt werden, daß die Emissionskurse so nahe wie möglich an die Hundertgren-

Stadtanleihe	Begebungskurs	Effektivverzinsung (1)
8 % Nürnberg	87	10,8
8 % Altenburg	88	10,2
6 % Berlin	rd.70	10
8 % Koblenz	86	10,3
8 % Mannheim	89,75	10,16
6 % Frankfurt	85,5	8,27
8 % Riesa	87	10,4
6 % Emden	76,25	10,08
7 % Dresden	88,85	8,9
7 % Breslau	89,75	8,7

heranrücken. Die Möglichkeiten der Kursschwankungen werden dadurch normalerweise für die Folgezeit reduziert, und so breitere Sparerkreise für den Anleihemarkt gewonnen.

Ein unter dem allgemein üblichen Niveau liegender Nominalzinssatz mit dem mehr oder weniger großen Disagio ist auch für die Stadt selbst nicht wünschenswert, weil diese Methode auf einen Selbstbetrug hinausläuft. Hätte man in den vergangenen Jahren auf dem Anleihemarkt die wachsende Kapitalknappheit in einem entsprechenden hohen Nominalzinsfuß zum Ausdruck gebracht, so wäre wahrscheinlich der Bedarf viel eher und kräftiger zurückgegangen, denn die Deklassierung, einen Nominalzins gleich effektivem Zins von nahe an 10 % zahlen zu müssen, hätte bestimmt prohibitiv gewirkt.

Die wirkliche Belastung nicht im Nominalzinsfuß erscheinen zu lassen, ist abgesehen davon, daß dem kleinen Kapitalanleger jegliche Komplizierung der Ausrechnung der Verzinsung zuwider ist, auch für den Schuldner von Nachteil, da bei einer Konversion natürlich nur der Nominalzins erfaßt werden kann. So muß z.B. Berlin für die 6 %ige Anleihe von 24 nach wie vor der Zwangskonversion von 31 einen Effektivzins von über 10 %, Frankfurt für die 6 %ige Anleihe von 26 einen solchen von über 8 %, Emden

---

1) Laut Lange, Georg, a.a.O. 753.

von über 10 % usw. zahlen (1).

In Zukunft wäre für einen wirklich gesunden Kapitalmarkt ein Kurs von etwa 98 % einzuhalten. Sicherlich würde ein derartig hoher Kurs auch hemmend auf die Spekulationsbetätigung wirken.

3) Rückzahlungsprämien.

Wir sahen, daß ein niedriger Nominalzinsfuß durch das Disagio korrigiert werden kann. Wirtschaftlich wird dasselbe erreicht, wenn der Schuldner bei der Rückzahlung ein Aufgeld zahlen muß. Dieses Rückzahlungsagio kann einmal auftreten bei der regelmäßigen Tilgung, es kann auch beschränkt werden auf die Teil- oder Gesamtkündigung.

Die 6 %ige Berliner Anleihe von 24 wird in der Zeit von 1926 bis 1948 durch Rückkauf oder Auslosung zu 105 % getilgt. Da die Tilgung zu 105 % nur im Falle der Auslosung, die aber nur angewandt werden dürfte, wenn der Kurs über 105 % liegt, dem Inhaber zugute kommt, so ist ihr Wert recht fraglich. Bei der Auflegung konnte daher auch diese besondere Ausstattung keine größere Anziehungskraft ausüben und war nur ein sehr ungenügender Ersatz für die niedrige Nominalverzinsung. Es bedurfte infolgedessen eines Zeitraumes von einigen Jahren zu ihrer vollständigen Unterbringung.

„Die Verpflichtung zur Zahlung eines Aufgeldes bei verstärkter Auslosung oder Kündigung findet man bei den inländischen Anleihen nur selten" (2). Umso häufiger war sie aber bei den Stadtanleihen. Höchste Variation war Trumpf. Durch Bieten von etwas Außergewöhnlichem sollten die Anleihen auf das Publikum

---

1) Siehe Lange, a.a.O. S.753/54.

2) Wolfgang, Kritische Darstellung der Kreditbeschaffungstechnik der öffentlichen Körperschaften seit 1924. In Diehl, Wirkungen und Ursachen des hohen Zinsfußes in Deutschland, Jena 1932, S. 788.

eine besondere Anziehungskraft ausüben und so vielleicht weitere Abnehmerschichten gewonnen werden. Es genügte nicht allein eine hohe Effektivverzinsung, die man im Augenblick bot, sondern es mußten erhöhte Kosten übernommen werden, falls die Stadt in absehbarer Zeit den Wunsch hatte, durch Kündigung sich der Überbürdung zu entledigen.

Neben unveränderlichem Kündigungsagio (bei der eben behandelten Berliner Anleihe von 24 jederzeit zu 105 %) finden sich bei den Stadtanleihen meistens solche mit gleitender Skala (Mühlheim, München, Zwickau, Nürnberg, Pirmasens). Die nachstehende Tabelle zeigt, daß von diesen 3 bei 103 und eine (München von 29) bei 102 % einsetzten. Eine Anleihe (Berlin von 28) gewährt eine in Abständen steigende Rückzahlungsprämie, indem zuerst zwei Jahre lang eine Rückzahlung zu 100 % oder darunter und dann zu 102 % gewährt wird. (Tabelle s.S.82).

Während bei der Pirmasenser, Mülheimer, Zwikkauer und Nürnberger Anleihe die Zeit, in der nur zu erhöhtem Agio gekündigt werden konnte, abgelaufen ist, besteht sie bei München von 29 noch fort bis zum 1.3.39.

Für die Städte bedeutet dieses Verfahren natürlich eine erhöhte Belastung, die allerdings nur bei Kündigung effektiv wird. Bei einer freiwilligen Zinskonversion wäre es für die Stadt eine Kalkulationsfrage, ob man billiger fährt, wenn die höheren Zinsen bis zum Ablauf der Agio-Kündigungsfrist weiter gezahlt werden, oder wenn man die konvertierten Zinsen zahlt, dafür aber das Agio honorieren muß. Nicht entziehen können sich die beiden Berliner Anleihen der Zahlung eines Agios (1).

Solche nur gegen Aufgeld kündbare Anleihen bieten natürlich in gewissen Zeiten Anlaß zu Sonderbewertungen, wie noch gezeigt wird. Da durch derartige

---

1) Für Berlin von 28 wurde das Agio in Höhe von 2 % bereits anläßlich der Umschuldung in die Kommunalumschuldungsanleihe im Jahre 1934 gezahlt.

	Kündigung zu 105 %	103 %	102 %	101 ½ %	101 %	100 %
Berlin v.24	ab 26 solange d.Anl. läuft	-	-	-	-	nie
Nürnberg v.26	-	v.1.2.31 - 1.2.33	v.1.2.33 - 1.2.34	-	v.1.2.34 b.1.2.35	ab 1.2.35
Mülheim v.26	-	v.1926- 1.5.31	-	-	-	ab 1.5.31
Zwickau v.26	-	v.1926- 1.8.29	-	v.1.8.29 - 1.8.31	-	ab 1.8.31
Berlin v.28	-	-	v.1.4.31 solange d. Anl.läuft	-	-	1929 und 1930 zu 100 % oder darunter.
München v.29	-	-	v.1.3.34 - 1.3.39	-	-	ab 1.3. 39
Pirmasens	-	-	v.26 bis 31.7.31	-	-	ab 1.8. 31.

von der Normalform abweichende Ausstattungsmethoden die Einheitlichkeit der Kursbildung, die Übersichtlichkeit und somit auch die Beliebtheit der Stadtanleihen gestört werden, so sollte die Gewährung einer Rückzahlungsprämie in Zukunft unterbleiben.

4. Unkündbarkeitsklauseln.

Die Unkündbarkeitsklauseln dienen dazu, die Unkündbarkeit der Anleihen (hauptsächlich Verzinsung) für eine Reihe von Jahren aufrecht zu erhalten. Sie sind bei den Stadtanleihen nicht vollständig einheitlich. Die Zeit, in der die Gesamtkündigung bzw. verstärkte Tilgung nach der Begebung ausgeschlossen ist, läuft durchschnittlich 5-6 Jahre. Einzelne Anleihen oszillieren mit Fristen von 4, 4 ½ und 6 ½ Jahren um diese Normalzeit. Eine Anleihe, die 8 % Königsberger von 28, II., III.Serie, dehnte die Unkündbarkeitsklausel für die ersten 7 ½ Jahre aus. Sie kommt damit aber noch nicht an die vor dem Kriege übliche Frist von 10 Jahren heran. Die Karenzzeit von 7 ½ und auch die anderen Gläubigern bei den letzten Anleihen zugestandenen Fristen von 6 - 6 ½ Jahren bilden ein feines Merkmal für die immer größer werdende Geldverlegenheit der Städte. Die harten Bedingungen der Anleihen der Nachinflationszeit, denen die Emittenten durch eine nur mehr fünfjährige Unkündbarkeit begegnen zu können glaubten, lasteten also entsprechend länger auf den Städten.

Bemerkenswert ist, daß auch einige Emissionen, besonders in der ersten Zeit, untergebracht werden konnten, die jederzeit oder nach ein- und zweijährigen Fristen gekündigt werden konnten. Es waren dies die aus den Jahren 1923 und 1924 stammenden Privilegien zu der 5 %igen Nürnberger Anleihe von 23 und der 6 %igen Frankfurter Anleihe von 26, die mit 1 bzw. 1 ½ Jahren befristet waren. Bei einer nicht an der Börse eingeführten Anleihe (6 %ige Zwickauer von 24) ist auch der einmalige Fall zu

verzeichnen, daß die Anleihe erst 1933 fällig wurde und somit eine Kündigung für die gesamte Laufzeit ausschloß, die allerdings in diesem Falle nur 10 Jahre betrug.

Meistens wird das Kündigungsrecht nur dem Schuldner zugestanden. Nur bei der schon einmal erwähnten 7 %igen Berliner Verkehrsanleihe von 28 und der 8 %igen Bonner Anleihe von 26 ist es daneben auch dem Gläubiger gewährt. Die Klausel lautet bei der Berliner Anleihe: „Seitens der Stadt ist nur Gesamtkündigung mit dreimonatiger Frist zu 102 % a 1.4.31 zulässig. Kündigung durch den Inhaber kann zu 102 % mit zweimonatiger Frist frühestens zum 1.10.34 zu Beginn eines Kalendervierteljahres erfolgen". Es besteht also für den Schuldner die Unkündbarkeit zwei und für den Gläubiger 5 ½ Jahre. Bei der Bonner Anleihe steht dem Gläubiger das Kündigungsrecht erst nach 10 Jahren zu. Sind bei der Berliner Anleihe von 28 die vielen Sonderheiten al zusätzliche Gegenleistungen für die Abfindung der Aktionäre der Berliner Hochbahn und der Allgemeine Berliner Omnibusgesellschaft gedacht, so ist für die Ausstattung mit dieser Vergünstigung bei der Bonner Anleihe kein Grund bekannt.

Die Gewährung eines Kündigungsrechtes für den Gläubiger bedeutet für den Schuldner das Eingehen eines erhöhten Risikos. Nicht er ist es mehr, der die Rückzahlung in Annuitäten dosiert vornehmen kann. Vielmehr muß er sich der stoßweisen und unregelmäßigen Kündigung der Gläubiger aussetzen, für die die Mittel innerhalb kürzester Frist beschafft werden müssen (1). Infolgedessen bedeutet eine solche Klausel ein starkes Entgegenkommen der Nachfrageseite zur Erweiterung des knappen Angebots.

Auch die durch die Unkündbarkeitsklauseln für den Anleihebesitzer geschaffenen vorteilhaften Bedingungen können sich im Kurse der Anleihen auswirken, ohne daß es sicher ist, ob die Sonderbewegung

---

1) Vgl.die Ausführungen über d.Schuldscheine S.13 f

später eine Rechtfertigung findet.

5. Schatzanweisungen.

Die Nachfrage nach langfristigem Kapital hatte namentlich unter dem unerschöpflichen Kapitalbedarf der Kommunen eine große Steigerung erfahren, ohne daß auf der anderen Seite auch das Angebot von Kapital gleichen Schritt gehalten hätte. Man suchte nun die Angebotsseite durch Übergriff auf die Gebiete des kurz- und mittelfristigen Kapitals zu erweitern. Hierbei mußten dann Sonderanreize geboten werden.

Die Ausstattungsmerkmale bei den Schatzanweisungen werden an dieser Stelle nicht so ausführlich dargestellt wie bei den langfristigen Anleihen. Es soll dafür die neuere Entwicklung anläßlich der Fälligkeiten eingehender behandelt werden.

Hinsichtlich des Zinssatzes sind vier Gruppen festzustellen. Es sind 8 Anleihen mit 5 %, eine mit 6,5 %, drei mit 7 % und sieben mit 8 % ausgestattet. Das Disagio beträgt bei den 8 %igen 5-4 %, bei den 7 %igen 5-3,5 %, bei der 6,5 %igen 3 % und bei den 5 %igen 1,25-0,75 % und bei zwei 5 %igen 5,75 bzw. 4,75 %, weil bei diesen im Gegensatz zu den anderen 5 %igen kein Optionsrecht auf eine 7 %ige Anleihe vorhanden ist.

Die Differenzierungen erklären sich zum Teil auch aus der zeitlichen Verschiedenheit der Emission und weiter aus der Rückzahlung, die bei den 6, 7 und 8 %igen Schatzanweisungen zu 100 %, dagegen bei den 5 %igen zu 108 bis 110 % erfolgt.

Die Laufzeit beträgt mit Ausnahme derjenigen der Altonaer von 26 und der Heidelberger von 31, die ein bzw. zwei Jahre im Verkehr sind, durchweg 3-5 Jahre. Hierbei ist zu berücksichtigen, daß die Dresdner Anleihe in 3 Raten zu 102 % und die Frankfurter von 31 in 5 Raten zurückgezahlt werden. Auch hierbei zeigt sich deutlich die Ungunst des Kapitalmarktes.

Alle diese kostspieligen Experimente blieben natürlich nicht ohne eine gewisse Anziehungskraft auf das Publikum. Diese Wirkung hatte allerdings teilweise ihren Grund in der irrigen Meinung, das Agio sei steuerfrei (1). Trotzdem ließ es sich schließlich doch nicht verhindern, daß das Interesse erlahmte. Als Symptom für die absinkende Kauflust mag hier angeführt werden, daß nach Schluß der Zeichnungsfrist die nicht gezeichneten restlichen Anleihebeträge nur langsam abgesetzt wurden.

Laut Marder-Rabnow (2) und Lange (2) mußten die Städte an effektiver Verzinsung für die Schatzanweisungen im ersten Halbjahr 1928 durchschnittlich etwas über 9 % und im dritten Vierteljahr 1929 annähernd 11 % aufwenden; dem gegenüber waren für langfristige Stadtanleihen während des ganzen Jahres 1928 und des ersten Vierteljahres 1929 durchschnittlich nur etwas über 9 % aufzuwenden. Als 1932 die ersten Schatzanweisungen nicht zurückgezahlt werden konnten, wurde im Verlauf der Debatte in der Frankfurter Gläubigerversammlung die Frage aufgeworfen, warum man den Inlandsmarkt nicht mit einer langfristigen Anleihe beansprucht habe. Der Kämmerer der Stadt Frankfurt stellte die Behauptung auf, „daß damals langfristiger Kredit teurer gekommen sei als kurzfristiger" (3). Wie aus obigen Zahlen hervorgeht, ist das nicht richtig. Auch die Wirtschaftspresse nimmt zu diesen Auslassungen Stellung: „Wir haben die damaligen Zinssätze und Renditen nachgeprüft und gefunden, daß dies zum Teil nur zutrifft; aber die Differenzen zwischen mittelfristigen und langfristigen Geldsätzen waren jedenfalls nicht so groß, daß sie um jeden Preis zu eine

---

1) Wolfgang, E., Die Ausgestaltung der Anleihetechnik bei den öff.Körperschaften seit 1924. In Bankarchiv 1931/2 S.452.
2) Marder-Rabnow, a.a.O. S. 126;
Lange, Georg, a.a.O. S.753.
3) Frankfurter Ztg.v.9.11.32, 838/39.

Bevorzugung der mittelfristigen Gelder in der damaligen Situation hätten führen müssen, sofern langfristiges zu haben war" (1,2). Der wirkliche Grund der kurzfristigen Emission war die Annahme - das geht auch aus dem Rechenschaftsbericht des Frankfurter Stadtkämmerers hervor -, „daß bei Ablauf der Schatzanweisungsreihe die Aufnahme neuer Kreditmittel auf dem Geld- oder Kapitalmarkt möglich sein würde" (3). Zudem glaubte die Stadt vielleicht, bei dem übermäßig hohen Zinssatz nur eine kurzbefristete Kapitalschuld eingehen zu dürfen.

6. Art der Zinszahlung.

Ein weiterer Ausstattungsfaktor ist die Art der Zinszahlung. Es ist meistens üblich, daß die Zinsen bei den Stadtanleihen halbjährlich gezahlt werden; jedoch tritt bei folgenden Anleihen eine jährliche Honorierung ein: 5 %ige Fürther Anleihe von 23 (schon zurückgezahlt), 6 %ige Berliner Anleihe von 24, und 5 %ige Nürnberger Anleihe von 23. Die anläßlich der Umschuldung nicht eingetauschten Schatzanweisungen von Berlin von 29/30, Köln von 29, Frankfurt von 29 und die Berliner Anleihe von 28 (sogenannte Proteststücke) zahlen erst nach Ablauf von 5 Jahren die aufgelaufenen Zinsen zusammen mit dem Kapitalbetrag. Die 6 %ige Zwickauer Anleihe von 24 sah von vornherein diesen Zahlungsmodus vor. Bei dieser Anleihe wurden Kapital und Zinsen aber erst nach zehn Jahren gezahlt.

---

1) Frankfurter Ztg. v. 14.11.32, 853.
2) Dem Nachsatz „Sofern langfristiges zu haben war" ist eine gewisse Berechtigung nicht abzusprechen, da die Erschütterung des Vertrauens in die Währung sich wieder bemerkbar machte (Pariser Konferenz März/April 1929) und infolgedessen die Sparer mit langfristigen Kreditangeboten sehr zurückhielten.
3) Frankfurter Zeitung v.9.11.32, 838/39.

Vom Standpunkt des Schuldners, dem das Aufbringen einer kleinen Rate am leichtesten fallen dürfte, und auch von dem des Gläubigers, dem ein regelmäßiger kurzer Turnus in der Zinszahlung am willkommensten ist, muß der halbjährlichen Honorierung der Vorzug eingeräumt werden. Der Zahlungsmodus eines mehrjährigen Auflaufenlassens der Zinsen hat zur Folge, daß nur ein ganz beschränkter Kreis von Anlegern auf diesen Typ zurückgreifen kann. Es kommen nämlich nur solche Kapitalgeber in Betracht, die den regelmäßigen Eingang von Zinsen aus ihren Kapitalanlagen nicht benötigen. Andererseits gelangen die Besitzer in den Genuß einer langfristigen Sicherung der im Zeitpunkt der Aufnahme geltenden effektiven Verzinsung, die auch normalerweise nicht durch künftige Konversionen verändert wird. Für den am Ende der Laufzeit eintretenden Kapitalzuwachs gelten außerdem ermäßigte Einkommensteuersätze (1).

b) Die Kursbildung auf Grund der Ausstattung.

Die Effektivverzinsung einer Anleihe errechnet sich aus der Nominalverzinsung, dem Kursstand und den Rückzahlungsbedingungen. Dieses sind auch wesentliche Faktoren der Kursbildung. Die Rückzahlungsbedingungen sind bei noch langer Laufzeit der Anleihe nur von geringer Bedeutung. Deshalb begnügt man sich bei der Berechnung des laufenden Ertrages (= Rendite) einer Anleihe vielfach mit der Zugrundelegung von Nominalzins und Kurs. Dieses Verfahren erleichtert uns eine Untersuchung der kursbildenden Faktoren.

---

1) Koch-Kämmel, Das neue Einkommensteuergesetz, München 1934 S. 57.

1. Der Zins als Kursbildner.

aa) Das Zinsrisiko (1).

Der Anleger, der eine Stadtanleihe zeichnet, wird dafür in normalen wirtschaftlichen Zeiten einen Preis von nahe an 100 % aufwenden müssen. Es wird dabei vorausgesetzt, daß die Nominalverzinsung der Anleihe von beispielsweise 4 % dem landesüblichen Zinsfuß gleich oder doch sehr nahe kommt. Wie wirken sich nun Veränderungen des landesüblichen Zinsfußes auf den Kurs der Anleihen aus? Sinkt nach einiger Zeit der landesübliche Zins auf 3 %, so steigt der Kurs der Anleihe auf oder über 100 %. Die noch bestehende relativ hohe 4 %ige Nominalverzinsung der Anleihe ist der Grund für die Kurssteigerung. Da aber nun Kapital zu billigerem Zinssatz zu haben ist, wird der Emittent binnen kurzem zu einer Kündigung der Anleihe zu pari schreiten, so daß die Chance, längere Zeit im Genusse eines hohen Zinsfußes und damit auch eines hohen Kurses zu sein, gering ist.

Tritt der entgegengesetzte Fall ein, nämlich ein Steigen des allgemeinen Landeszinsfußes oder die Erzwingung einer Zinssenkung für die Anleihe trotz unverändert hohen Landeszinsfußes, so wird der Kurs der Anleihe, deren Nominalverzinsung jetzt verhältnismäßig niedrig ist, entsprechend sinken. Es bleibt dem Besitzer der Anleihe meist keine Möglichkeit, sich diesem Zinsrisiko zu entziehen, da bekanntlich Maßnahmen, die auf den Zins irgendwie rückwirken, schon im Kurse eskomptiert werden. Der Gläubiger ist auch nicht, wie der Schuldner im umgekehrten Falle, in der Lage zu kündigen, um nun sein Kapital zu einem dem neuen allgemeinen Zinsniveau angenäherten Satz auszuleihen. Da das Ausmaß der

---

1) Schmalenbach, E., Kapital, Kredit, Zins. Leipzig 1933 S. 123, 186.

durch eine Zinsveränderung möglichen Kurssteigerung in gar keinem Verhältnis zu dem des evtl. eintretenden Kursfalles steht, so sind Zinschance und Zinsrisiko für den Anleger ungleich verteilt. Es liegt im Interesse der Vertrauenserhaltung am Rentenmarkt, dieses Risiko möglichst abzuschwächen.

In den kritischen Zeiten der vergangenen Jahre wiesen die Stadtanleihen Kurse auf, die teilweise nur noch 2/5 des Nominalwertes betrugen (vgl.S. 6). Allerdings ist diese Kursbewegung nicht nur auf den höheren effektiven Zins zurückzuführen. Mußte in dieser Zeit der Besitzer zur Veräußerung schreiten, so erlitt er einen außergewöhnlich hohen Verlust, der insofern wieder auf den Anleihekredit der Städte zurückwirkte, als der betreffende Anleihebesitzer für die nächste Zeit, wenn nicht für immer, aus dem Kreis der Anleihekäufer ausschied und so die Nachfrage einengte. Darum muß versucht werden, geeignete Wege aufzufinden, die dem Kurse eine größere Stabilität geben können, damit nicht der Sparer einen mehr oder weniger großen Teil seines Geldes verliert. Man soll sich keinen Illusionen hingeben und glauben, die Ereignisse der Vergangenheit seien vergessen. Die Stadt hat die Schuld auch wirklich als eine Verpflichtung aufzufassen, der es gilt, vollauf gerecht zu werden. Solange der Sparer nicht handgreifliche Beweise sieht, daß sein am Rentenmarkt angelegtes Kapital größtmögliche Sicherheit und Unabhängigkeit von Zinsrisiken genießt, wird man mit ihm nicht rechnen können. Träger dieser Sicherung muß natürlich die Stadt sein in dem Maße, wie es Treu und Glauben verlangen. Es geht z.B. nicht an, daß eine Stadt, die Nominalkapital von annähernd hundert Einheiten erhält, einen mehr oder weniger großen Teil an die Gläubiger nicht zurückzahlt. Dementsprechend ist zu fordern, daß Städte, die ihre Anleihen unter pari zurückkaufen, den ersparten Betrag wieder vollauf zurückerstatten. Leider ist es unmöglich, wie die Ausführungen weiter unten darlegen, die ersten Verkäufer zu entschädig

Es bleibt nur übrig, den durch den Ankauf unter pari von der Stadt erzielten Gewinn an die noch verbleibenden Anleihebesitzer zu verteilen (1). Zwar hat dieses Verfahren zur Folge, daß gerade die, die nichts verloren haben, in den Genuß dieser Ausschüttung kommen. Jedoch empfiehlt sich dieser Weg trotzdem, weil die künftigen Verkäufer in gewissem Umfange vor Schaden bewahrt werden, da die Ausschüttung in Form einer zusätzlichen Verzinsung vorgenommen wird, die fördernd und stabilisierend auf den Kurs wirkt. Das ergibt sich aus der folgenden Überlegung: Erwirbt z.B. eine Stadt die erste Tilgungsquote zum Kurse von 80 % in Höhe von 5 %, so beträgt der aus dem Disagio ersparte Betrag 20 %. Da diese Einsparung nur bei 1/20 der Gesamtanleihe vorgenommen wurde, so ergibt sich für die restlichen 19/20 ein zusätzlicher Zins von 20 : 19 = 1,05%. Die Gesamtverzinsung der Anleihe würde also um diese 1,05 % vermehrt. Kursmäßig müßte sich dieser Vorgang in einer Steigerung des Anleihekurses ausdrücken. Je größer das Disagio und je kleiner der noch verbleibende Anleiherest, umso größer ist auch die zusätzliche Zinserhöhung. Der Effekt ist also hier, daß, je tiefer der Kurs gesunken ist, er umso schneller wieder nach oben getrieben wird.

Wenn die Städte ebenfalls diesen Ausschüttungsmodus einführen würden, so erfüllten sie dadurch gegenüber ihren Gläubigern eine durchaus notwendige Pflicht. Die Städte haben ja auch selbst Interesse daran, ihre Schulden vollwertig zurückzuzahlen und sich nicht auf Kosten ihrer Gläubiger zu bereichern. Dadurch erhöhen sie die Beliebtheit ihrer Anleihen und erwerben für ihren Kredit Vorteile, die die finanzielle Belastung der Pari-Einlösung wieder wettmachen.

---

1) Vgl. die praktische Durchführung dieser Idee, die zuerst in der Tschechoslovakei und dann bei der Reichsanleihe von 1934 in Deutschland angewandt wurde.

Eine konsequente Fortführung der hier angeführten Gedankengänge über Ausschaltung des Risikomomentes ist die Forderung, durch verstärkte Tilgung seitens des Schuldners den sinkenden Kursen einen größeren Rückhalt zu geben. Die Möglichkeiten dazu sind unter dem betreffenden Abschnitt angeführt (S. 125 ff.) In den nachfolgenden Ausführungen sollen zunächst solche Probleme der Kursbildung untersucht werden, die im speziellen mit den Veränderungen des Zinsfußes zusammenhängen.

bb) Die Abhängigkeit der Kursbildung von den Veränderungen des Zinsfußes.

Wechseln Zeiten eines veränderten Zinsfußes in rascher Folge ab, so kann es vorkommen, daß sich eine ganze Reihe von Zinstypen am Markte befindet. Setzt man z.B. einen landesüblichen Zinssatz von 8 % voraus, so sollte eigentlich erwartet werden, daß sich auch für alle Anleihen ein einheitlicher Ertrag ergeben würde. Das folgende Beispiel zeigt eine solche fiktive Übereinstimmung.

Anleihe	Kurs	Rendite
8 %	100	8
7 %	87,5	8
6 %	75	8
5 %	62,5	8

In Wirklichkeit tritt aber eine einheitliche Rendite nicht ein. Durch die Einschätzung der zukünftigen Zinsfußentwicklung ergeben sich nämlich Abweichungen. So wird die 7 %ige Anleihe auf Grund der Tatsache, daß sie bei einem Fallen des Landeszinsfußes auf 7 % die Chance der Pari-Erreichung hat, diesen Vorteil in etwa im Kurse antizipieren. Dadurch ergibt sich eine entsprechend niedrigere Rendite für diesen Typ. Noch größer sind die Kurschancen der 6- und 5 %igen Anleihen bei einer weiteren Senkung des landesüblichen Zinssatzes.

Anstelle unseres ersten Beispiels würde sich auf Grund der geschilderten Tendenz vielleicht

folgendes Bild ergeben: (1)

Anleihe	Kurs	Rendite
8 %	100	8
7 %	96,6	7,24
6 %	90,9	6,60
5 %	82,9	6,03

In der mehr oder weniger starken Kurssteigerung der niedriger verzinslichen Anleihen und in ihrem entsprechenden Renditenfall drückt sich also die Einschätzung der zukünftigen Senkung des Zinsfußes aus. Daß die unterschiedliche Rendite berechtigt ist, ergibt sich aus folgender Überlegung. Durch die Kurssteigerung auf 100 % wird der Nachteil kompensiert, dem beispielsweise die 7 %igen Anleihen dadurch ausgesetzt waren, daß der jährliche Ertrag gegenüber den 8 %igen nur 7,24 % betrug und mithin pro Jahr 0,76 % weniger. Es läßt sich nun auch berechnen, in wieviel Jahren der Landeszinsfuß von 8 auf 7 % fallen müßte, damit der entgangene Ertrag von 0,76 % plus Zinsen gerade noch durch den Kursgewinn gedeckt wird. In dem hier wiedergegebenen Beispiel beträgt die Grenze vier Jahre. Steht also der Käufer vor der Wahl des 8 %igen Zinstyps zu 100 % und des 7 %igen Typs zu 96,6 %, so wird er den 7 %igen Typ wählen, wenn er die Konvertierung von 8 auf 7 % innerhalb des Zeitraumes der nächsten vier Jahre erwartet; wenn er sie aber erst für später wahrscheinlich hält, so ist der durch die höhere Verzinsung bewirkte Ertragsvorsprung der 8 %igen durch die Kurssteigerung der 7 %igen nicht mehr einzuholen, und infolgedessen muß er zum 8 %igen Typ anlegen.

Als nun Ende Januar 1927 sich für die verschiedenen Zinstypen folgende Kurse ergaben,

---

1) Beispiel und folgende Ausführungen sind entnommen bei Wolfgang, Kursbildung am Rentenmarkt. S. 82 f.

Anleihe	Kurs	Rendite
8 %	102,7	7,76
7 %	100,75	6,93
6 %	96,2	6,24

hätte wegen des hohen Kursstandes der niedrig Verzinslichen angenommen werden dürfen, daß der 7 %ige Zins schon überholt sei. Tatsächlich kam es aber aus bekannten Gründen nicht zur Konversion. Die niedrig verzinslichen Papiere, die dann auf lange Zeit nur einen geringen Ertrag abwerfen, erleiden wegen der Abstoßung durch den Besitzer die größten Kursabschläge. Das geht auch aus den Kursen für Ende November 1927 hervor:

Anleihe	Kurs	Rendite	Kursabnahme seit Jan. 27
8 %	93,75	8,51	8,95 %
7 %	86,7	8,07	14,05 %
6 %	79,7	7,53	16,5 %

In den folgenden Jahren hatten wir mehrfach Ansätze zu einer Konversionsreife (so Mitte 1930 und Anfang 1931). Die unten angestellten Vergleiche zeigen jedoch, daß die zur Zeit der höchsten Kurse erwartete Annäherung der verschiedenen Zinstypen nicht merklich eingesetzt hatte. Daraus konnte man auf eine, wie sich später herausstellte, berechtigte Zurückhaltung in der Beurteilung der künftigen Entwicklung schließen.

	11.3.30	16.7.30	29.10.30
8% Königsb.Anl.v.28,II.,III.	84	92,5	84
7% " " 28,I.	76	86	76,5
Kursdifferenz	8	6,5	7,5

	5.3.30	17.7.30	29.10.30
8% Mannheimer Anl.v.26	89	95,125	89
6% " " 27	73,8	80,75	73,5
Kursdifferenz	15,20	14,375	15,5

Auch im Jahre 1931 verändern sich die Relationen der einzelnen Zinstypen kaum, wie folgende Beispiele zeigen:

	7.2.31	13.4.31	18.6.31
8 % Mannheimer Anl.v.26	88	95	87
6 % " " 27	70,5	79	68
Kursdifferenz	17,5	16	19

	7.2.31	13.4.31	23.6.31
8%ige Pforzh.Anl.v.26	85	94	87
6% " 27	64,75	74,75	66
Kursdifferenz	20,25	19,25	21

Dagegen zeigt die Kursentwicklung im Januar 1935 deutlich das sichere Näherkommen der Zinssenkung. Der Kurs der 5 %igen Anleihe erreicht am Tage vor der Aufrufung zur ersten Teilkonversion fast den der 6 %igen Anleihe und überholt ihn nach der Ermäßigung auf 4 ½ %, die nur für die ehemalige 6 %ige Anleihe gilt.

	31.12.34	23.1.35	4.4.35
6%ige Nürnbg.Anl.v.26	94	95	95
5% " 23	90	94,625	99 3/4
Kursdifferenz	4	0,375	-

Stärkere Kursaufschläge zeigten sich auch schon im Jahre 1934. Im Januar und im Juni 1934 ergaben sich z.B. nach vorhergegangener bedeutender Kurssteigerung (Auswirkung der Ankündigung der offenen Marktpolitik, der kommunalen Schuldenbereinigung usw.) Tendenzen, die bewirkten, daß Kursunterschiede zwischen den einzelnen kommunalen Anleihen ausgeglichen wurden oder doch verflachten. So galten namentlich die sogenannten Umschuldungswerte, das waren die Schatzanweisungen, für die der Umtausch in die 4 %ige Umschuldungsanleihe kurz bevorstand, als konversionssicher. Sie paßten sich den anderen Stadtanleihen an. Außerdem geschah das auch bei den Dresdner Werten, für die bis 1936 der über 4 % hinausgehende Zins gestundet ist. Als Vergleichsanleihen sind die Frankfurter und Breslauer A n l e i h e n gewählt, die fast unverändert bleiben, während die andern, je nachdem ob die Konversionshoffnungen zunehmen oder schwinden, im Kurse beträchtlich steigen oder fallen.

	2.1.34	11.1.34	16.5.34	18.6.34	2.7.34
6% Dresdner Schatz.v.29	75,75	81,375	72,75	79,75	75,75
6% Dresden v. 26	75,625	81,25	74	79,5	77
6% Frankf.Anl. v.26	85	85,75	83,125	84	83,50
6% Frankf. Schatzanw.	77,5	84,25	76,5	82	78,125
6% Kölner Schatzanw.	77,5	83	75,5	81,25	77,875
6% Breslauer Schatz.v.29	77,25	84,75	77,5	80,5	78,875
6% Breslauer Anl.v.28, II	83,125	85,50	84	83	82,25[1]

Auch zu Anfang 1935 zeigt sich der Konversionseinfluß z.B. bei den Breslauer Papieren darin, daß, bevor die Zinssenkung in das aktuelle Stadium eintrat, die am 1.4.35 fälligen Breslauer Schatzanweisungen von 29 wegen des dann wahrscheinlichen Umtausches in 4 %ige Umschuldungsanleihe rund 5 % unter der langfristigen Breslauer Anleihe von 28 lagen. Gegen Ende Januar hat sich aber eine Annäherung bis auf 1 % vollzogen, da nach der erwarteten Konversion zwischen dem 4 %igen Satz der Umschuldungsanleihe und dem neuen Zinssatz der Breslauer Anleihe kein großer Unterschied mehr bestehen dürfte.

	31.12.34	21.1.35
Bresl.Schatzanw.v.29	87	92
Bresl.Anleihe v.28,II	92	93

Eine bedeutende Sonderbewegung auf dem Gebiete der Stadtanleihen ergab sich anläßlich der Hausse 1935 für die sogenannten Proteststücke von Stadtanleihen. Bekanntlich wurden die Schatzanweisungen von Köln, Frankfurt und die Berliner Verkehrsanleihe

---

1) Die Kurse verstehen sich für die Breslauer Schatzanweisungen und Anleihe nicht per 2.7., sondern per 5.7.34.

am 1.10.34 in Umschuldungsanleihen getauscht, während das bei den Berliner Schatzanweisungen von 29/30 schon ein Jahr vorher geschehen war. Lediglich für diejenigen Anleiheteile, bei denen die Umschuldung von Seiten der Besitzer abgelehnt wurde (Proteststücke), besteht jetzt noch eine eigene Notiz, während die umgetauschten Anleiheteile in der Umschuldungsanleihe aufgegangen sind. Der Zins gilt für die Proteststücke als auf 5 Jahre gestundet und wird jeweils in aufgelaufenem Umfang bei Kauf und Verkauf dem Kurswert zugerechnet. Die Rendite ergibt sich aus dem im Laufe der nächsten Jahre anfallenden Kursgewinn zwischen dem jetzigen Nettokurs und dem Rückzahlungskurs. Eine Berliner Bankfirma errechnete folgende Stichprobentabelle:(1) (s.S. 98).

Im Gegensatz zu den übrigen Stadtanleihen erbringen diese Proteststücke eine relativ hohe Rendite, die aber bei der Konversionshausse korrigiert wurde. Da nämlich bei diesen die bisherige Nominalverzinsung von 6 % für die nächsten Jahre aufrecht erhalten bleibt, ergaben sich im Vergleich zu der normalen Berliner Anleihe von 26 erhebliche Kurssteigerungen, die auch Bestand hatten, als die Anleihe von 26 später zurücksank (Ende Jan.35). Anfang April 1935 erfolgte aber für die Proteststücke eine Neuregelung (2), die wiederum eine Umkehrung der Kursverhältnisse bewirkte. (s.S.98 unten).

---

1) Aus „Anlagewerte der Berliner Börse" von der Firma Hagen & Co., Berlin, zitiert in der Frankf. Zeitung v.8.1.35 Nr.13.
2) Angebot auf Grund des 3.Gesetzes zur Änderung des Gemeindeumschuldungsgesetzes: Den Inhabern der Proteststücke wird nochmals die Umschuldung zu 4 % nahegelegt mit sofortiger Wiederaufnahme der effektiven Verzinsung. Bei Ablehnung erfolgt eine Zinsermäßigung auf 4 1/2 % ohne effektive Zahlung unter fünfjähriger Stundung, vom ersten Angebot an gerechnet.

	Rückzahlung am	zu	Börsenkurs am 21.10.34	+ Zinsen bis 31.12.34 ab	%	Nettokurs in %	Rendite in %
Proteststücke							
Berl.Schatz.v.29/30	1.10.38	133%	88,5 %	1.4.33	10,5	99	7 1/2
" v.28	1.10.39	131,5%	88,25 %	1.7.34	3	99 1/4	7 3/4
Frankf.Schatz.	1.10.39	133%	86 %	1.4.34	4,5	-	-
Köln.-Schatz.	1.10.39	130%	87,5 %	1.10.34	1,5	89	8

	31.12.34	24.1.35	28.1.35	5./4.4.35
6 % Berlin.v.29/30 Schatzanweisg.	87,75	95	95	89,5
6 % Berlin v.28	88,75	97,5	98,25	90,-
6 % Kölner Schatzanweisungen	88	95,25	-	92,-
6 % Frankfurter Schatzanweisungen	87	-	-	-
6 % Berl. Anl. von 26	93	95,875	92,25	95 1/8

2. Kursbildung auf Grund der Kündigungsbedingungen.

aa) Agiokündigung und Unkündbarkeit.

Die Stadtanleihen waren in den Jahren 1926 bis 1931 mit einer mindestens 5jährigen Unkündbarkeitsklausel ausgestattet, oder die Kündigung konnte seitens der Stadt nur gegen Zahlung eines Aufgeldes vorgenommen werden. Wenn also, wie es besonders zu Anfang 1927 der Fall war, man allgemein mit einer kurz bevorstehenden Konversion rechnete, so muß bei der Beurteilung des Kursstandes berücksichtigt werden, daß sich in der Kursbildung die Tatsache einer noch mehrere Jahre dauernden Weiterzahlung des ursprünglichen Nominalzinsfußes oder für eine kleine Anzahl von Anleihen die Erwartung der Zahlung eines Aufgeldes niederschlagen mußte. Andererseits kommt bei einem Kursrückgang, wenn also die Konversionshoffnungen entschwinden, auch die Prämie nicht mehr zum Ausdruck, die der Käufer ehedem zu zahlen gewillt war. Insofern sind also die Erläuterungen zu unserer Aufstellung der Kurse zu Anfang und Ende 1927 auf S. 94 ergänzungsbedürftig. Es ist aber nicht möglich, die Kursauswirkungen der Kündigungsbeschränkung bzw. der Aufgeldzahlung zu eliminieren, da es an Vergleichsanleihen fehlt, die damals bereits von allen Sonderausstattungen frei waren. Das läßt sich erst für später durchführen.

Bei der Nürnberger Anleihe von 26 ist bemerkenswert, daß sie bis 31.1.31 unkündbar und dann mit fallendem Agio (ab 1.2.35 zu 100 %) versehen ist; ebenso ist die 8 %ige Münchener Anleihe von 29 bis 1.3.34 unkündbar, dann bis 1.3.39 nur zu 102 %. Bei diesen beiden Anleihen tritt der Wert der Rückzahlungsprämie bzw. der Unkündbarkeit plus Rückprämie als kursbildender Faktor bei Konversionsmöglichkeit klar in Erscheinung.

	30.1.30	7.7.30	16.10.30
8 % Nürnberg v.26. kündbar 1.2.31,bis 1.2.33 zu 103%,bis 1.2.34 zu 102%,bis 1.2.35 zu 101%	90,6	98,75	91,75
8% München v.29 kündbar 1.3.34,bis 1.3.39 zu 102 %	90 (4.2.30)	96	90,50
8% Weimarer v.26 kündbar 1.4.31 (1)	90	94,5	96

Der Gegensatz zur Weimarer Anleihe wird besonders dadurch deutlich, daß diese ihr Niveau noch steigern konnte, während die anderen Anleihen wieder zurücksanken. Für 1931 wurde ein weiteres Beispiel gewählt.

	4.2.31	15.4.31	30.6.31
8 % Nürnb.Anl.v.26	92	98	90,75
8 % München v.29	92,75	97,125	90
8 % Braunschweig.Anl. kündbar 1.6.31 (1)	90	92,5	89,5

Auch hier sehen wir, daß bei den zwei Aufgeldtilgungsanleihen (bei München auch noch die Unkündbarkeitsklausel) die Ausschläge im Stadium der erhofften baldigen Konversion bedeutend größer sind.

Bei der großen Konversionshausse im Januar 35 ergaben sich gute Beispiele für die Auswirkungen der Kündigungsbedingungen auf den Kurs. Die 6 %ige Berliner Anleihe von 24 notierte im Dezember 34 noch bis zu 2 ½ % unter der 6 %igen Berliner Anleihe von 26. Dieses Verhältnis kehrte sich Ende Januar 35 um. Natürlicherweise nur infolge der Bestimmung, daß die 1924er Anleihe nur zu 105 % gekündigt werden kann.

---

1) Es standen leider für diese Zeit keine Vergleichsanleihen derselben Stadt zur Verfügung.

	22.12.34	24.1.35.
6 % Berlin v.24 zu 105	90,5	98,25
6 % Berlin v.26	92,5	95,875

Ähnlich ist die Entwicklung bei der 6 %igen Münchener Anleihe von 29 im Vergleich zu der 6 %igen von 28, bei denen die Spanne aber verhältnismäßig geringer ist wegen des nur 2 %igen Agios.

	31.12.34	23.1.35
6 % München v.29 zu 102% bis 1.3.39	93,75	97,5
6 % München von 28	94	96,875

Zum Schluß seien auch noch zwei Beispiele für die Einwirkung der Unkündbarkeit auf den Kurs demonstriert. Es ergeben sich in der Zeit der erhofften Konversion bei Anleihen mit gleicher Nominalverzinsung, aber verschiedener Kündbarkeit, bedeutendere Kurssteigerungen zugunsten der Anleihe, für die der hohe noch eine gewisse Zeit unkündbare Zinsfuß einen unveränderten Ertrag gesichert erscheinen läßt. Der Kurs der kündbaren Anleihe (bzw. der Anleihe mit ganz kurz bevorstehender Kündbarkeit) hebt sich zwar auch, aber längst nicht in dem Maße.

	13.1.30	7.7.30	3.11.30
8% Bonner Anl.v.26 kündbar 1.3.31	90	95,10	94
8% Bonn v.29 kündbar 1.10.34	87,5	95,10	89

Entsprechend der weiter vorgeschrittenen Tilgung hat die 26er Bonner Anleihe normalerweise einen Kursvorsprung (1), wie das auch am 13.1. und 3.11.1930 der Fall ist. Am 7.7.1930 liegen die Kurse jedoch mit 95,1 % zusammen, und somit beträgt die Kurssteigerung bei der bis 1934 unkündbaren Anleihe 7,6 %, während der Kurs der 1931 kündbaren Anleihe nur um 5,1 % steigt. Nach dem Scheitern der Konversion ist natürlich der Kursverfall der 1929er Bonner Anleihe mit 6,1 % stärker als der nur 1,1 % betragende Rückgang der 1926er Bonner Anleihe. Die

---

1) Vgl. S.132.

Unkündbarkeitsklausel übt keinen Einfluß mehr aus.

Noch deutlicher tritt der Einfluß der Unkündbarkeitsklausel bei den Koblenzer Anleihen in Erscheinung:

	5.2.31	9.4.31	11.6.31
8% Koblenzer Anleihe v.26 kündbar 1.9.31	85,25	92,5	88,5
8% Koblenzer Anleihe v.28 kündbar p. 2.1.34	83,5	93,25	83

Hier vermag im Jahre 1931 die 3 Jahre später kündbare Koblenzer Anleihe von 28 sogar die Koblenzer Vergleichsanleihe von 1926 im Moment der stärksten Konversionshoffnungen (9.4.31) zu überholen.

Wie wir aus all diesen Beispielen gesehen haben geht eine Einwirkung auf die Kurse durch Klauseln vor sich, die die Unkündbarkeit bzw. nur die Kündigung mit einem Agio garantieren sollen. Allerdings kann ihr Wert leicht durch Gesetze illusorisch gemacht werden, wie es auch bei der Ende Januar und Februar 1935 erfolgten Konversion geschah. Die enttäuschten Gläubiger werden in Zukunft gern auf derartige Sonderausstattungen verzichten. Dieser Verzicht wäre der Schaffung eines einheitlichen Anleihetyps sehr dienlich.

bb) Kursverlauf der über Pari notierenden Anleihe vor Erreichung des erstmöglichen Kündigungstermins. (siehe 1.Schaubild, Anlage zu S. 10/11.

Bei den Stadtanleihen ist hier die 10 %ige Anleihe von Mannheim aus dem Jahre 1925 zu behandeln, bei der die Tilgung ab 1.7.30 durch Kündigung, Ankauf oder Verlosung zu pari stattfinden sollte. Bei diesen Bedingungen tritt die reguläre Tilgung ganz in den Hintergrund, da bei den über Pari stehenden Anleihen das Datum der erstmöglichen Kündigung als wahrscheinlicher Termin der Rückzahlung von maßgeblicher Bedeutung ist. Der bei steigender Tendenz ab Erreichen der Parigrenze eintretende

Tilgungsverlust verhindert eine weitere stärkere Steigerung des Kurses, obwohl diese dem Sinken des Landeszinsfußes wohl entsprechen würde. Ist demgemäß eine obere Grenze des Kursstandes gegeben, so verhindert auf der anderen Seite die für mehrere Jahre noch festliegende hohe Verzinsung einen größeren Kursausschlag nach unten. Es ergeben sich also im Gegensatz zu den unter Pari notierenden Anleihen verhältnismäßig kleinere Kursschwankungen. Während die 8 bzw. 6 %igen Anleihen von Anfang 1927 bis Anfang 1930 von 102,5 % bzw. 96 % auf 86 % bzw. 70,5 % fielen, erniedrigte sich der Kurs der 10%igen nur von 105,5 auf 100,5 %. Die Differenz beträgt mithin nur 5 % gegenüber 16,5 % bzw. 15,5 % bei den 8 und 6 %igen Anleihen. Im übrigen verlief die Kursentwicklung in den Jahren 1926 bis 1930 bei der 10 %igen Anleihe entsprechend den theoretischen Erwägungen. Der Kurs ging nämlich von Jahr zu Jahr bis zum Tage der Kündbarkeit langsam zurück. Die Kurse betrugen:

Ende 1926	1927	1928	1929	1930
104 %	102,75	101,8	99,75	99,875

Es kann aber im Vergleich zu den unter Pari notierenden Anleihen nicht nur eine Abdämpfung der Kursschwankungen festgestellt werden, sondern zuweilen auch eine konträre Entwicklung. Es seien hier zunächst die auffallenden Gegenbewegungen genannt (vgl.Schaubild S.10/11). Während bei der 8%igen Anleihe und auch bei den anderen die Steigerung im Februar bzw. schon im Januar 1927 ihren Höhepunkt erreicht, setzt sich diese bei der 10 %igen noch bis zum Juni fort. Der weitere starke Pendelausschlag im Oktober-November 1927 wird von dieser nicht mitgemacht, vielmehr bahnt sich schon langsam eine Steigerung an. Eine direkte Anomalie bringt der Ausschlag nach oben im Juni-Juli 1928, während die anderen Anleihen fallen. Diese Phasen deuten darauf hin, daß die außergewöhnlich hohe Verzinsung von 10 % eine Höherbewertung der Anleihe bewirkt, während bei den niedrigen Anleihen der Kursdruck

noch anhält. Als die Anleihe dem Kündigungstermin nahekommt (April bis Juli 1930), fällt sie langsam, während die übrigen Anleihen, anderen Gesetzen unterworfen, im Kurse steigen.

c) Lösung der Zinskalamitäten.

1. Die Auswirkung des Zwangseingriffes vom 8.12.1931.

Für die Städte entstanden aus der Aufnahme der lang- und mittelfristigen Anleihen folgende effektive Belastungen:

		Effektivzins
bei	9 Anleihen	6 - 7 %
	3 "	7 - 8 %
	24 "	8 - 9 %
	47 "	9 - 10 %
	12 "	10 - 11 %
	1 "	11,2 %

Aus diesen Zahlen (1) geht deutlich die Schwere der übernommenen Zinsenlast hervor, die für fast 2/3 aller Anleihen mehr als 9 % beträgt. Solange während der guten Konjunkturjahre die Einnahmequellen der Gemeinden reichlich zuflossen, konnten diese ihren Verpflichtungen nachkommen. Aber schon ab 1929 kamen die Kommunen in eine Schere, denn auf der einen Seite wurden die Ausgaben für die Arbeitslosen größer, auf der anderen Seite dagegen gingen die Einnahmen aus Steuern, Tarifen und sonstigen Gebühren zurück. Die in gleicher Höhe stehengebliebenen Zinslasten in etwa den verminderten Einnahmen anzupassen, war das Ziel der Brüningschen Notverordnung vom 8.12.31. Dadurch wurde der Nominalzinsfuß aller damals noch im Umlauf befindlichen Stadtanleihen von 8 bzw. 7 % auf 6 % zwangskonvertiert. Waren die Emittenten von 7 %igen Anleihen durch diese Regelung schon nicht so vorteilhaft gestellt

---

1) Entnommen bei Marder-Rabnow, a.a.O.S.126 und Lange, a.a.O. S.759.

wie die der 8 %igen Werte, so blieben von dem Eingriff alle übrigen Anleihen mit 5 oder 6 % Nominalzinsen unberührt, obwohl bei einigen von diesen der Effektivzins kaum oder garnicht von den nominal höher verzinslichen Anleihen differierte. Somit wurde für einen Teil der Anleihen der Sinn der Verordnung, den überlasteten Gemeinden eine Erleichterung zu verschaffen, hinfällig.

Auf der anderen Seite wurde aber das Vertrauen der Geldgeber in die viel gelästerte und gepriesene „Heiligkeit der Verträge" vollständig erschüttert. Die Folge davon war, daß die Kreditversorgung mit dem einmal begangenen Vertragsbruch für die nächsten Jahre in Form einer erhöhten Risikoprämie belastet wurde. In der Folgezeit trat keine Beruhigung ein, sondern die Befürchtung vor weiteren Zwangseingriffen war an der Tagesordnung. Das Mißtrauen wurde erst durch immer erneute Versicherungen hinsichtlich Achtung der Verträge mühselig beseitigt.

Was die Kursbewegung anbetrifft, so konnte die unmittelbare Wirkung der Zwangskonversion nicht kontrolliert werden, weil die Börsen damals mehrere Monate geschlossen waren und nur ein Verkehr von Büro zu Büro stattfand. Hierbei besserten sich, wie versichert wurde, die Anleihekurse kurz nach erfolgter Zinssenkung etwas. Diese Steigerung war aber nicht auf eine günstige Beurteilung der Zinsmaßnahmen zurückzuführen, sondern dürfte darin begründet sein, daß nach monatelangen Gerüchten über eine evtl. Konversion oder Devalvation endlich eine Lösung in Sinne des kleineren Übels getroffen wurde.

Eine andere, aber noch merkwürdigere Kursbewegung setzte sich auf den einzelnen Zinsfußgebieten der Anleihen fort, die durch den staatlichen Eingriff fast durchweg gleichgestellt worden waren. „Wenn sich hier auch eine Vereinheitlichung nach außen hin vollzogen hat, so dürften intern wohl die alten Zinsfüße nicht ganz unbeachtet bleiben, einmal weil sich trotz der Zinsgleichheit noch Kurs-

unterschiede ergeben, und man bestrebt sein wird, sich bei Verkäufen in erster Linie der früher niedriger verzinslichen Serien zu entledigen, lediglich aus der psychologischen Einstellung heraus, daß die Aufhebung der Notverordnungen, die einmal kommen wird, auch den Status quo in den Zinsverhältnissen bringen werde, was jedoch mehr als zweifelhaft erscheint" (1).

2. Die marktzerstörenden individuellen Regelungen.

aa) Verzögerte Kuponzahlung.

Seit der Bankenkrise im Jahre 31 bietet sich den Gemeinden kaum mehr die Gelegenheit, neue Kredite zu bekommen, mit denen die Lücke des Haushaltsdefizits hätte überbrückt werden können. Infolgedessen mußte man sich nach der Decke strecken. Das tat man auf eine manchen Gläubiger enttäuschende Art und Weise. Auf Betreiben des Staates wurde nämlich eine Rangfolge der kommunalen Verpflichtungen aufgestellt, in der Handwerkerrechnungen und Zinsen an letzter Stelle erschienen; die Zahlungen für Besoldung, Löhne und Fürsorgeunterstützungen waren zuerst zu leisten. Hierbei durften die zur Entlastung der Kommunen bestimmten besonderen Reichsmittel nur zur Deckung dieses Bedarfes verwendet werden. Zahlte die Gemeinde aber außerdem noch ihre Schuldzinsen, so war das für den Staat ein Zeichen, daß sie keines Zuschusses bedürfe (2,3). Die Folge

---

1) Mahrholz, B., Vorschläge zur Reform des Rentenmarktes, a.a.O. S.6.
2) Lang, R., Die Einflüsse von Selbstverwaltung und Staatsaufsicht auf die deutsche Kommunalverschuldg. unter bes. Berücksichtigung Preußens, Berlin 1933, S.109.
3) So legte man auch die von manchen Städten nicht abgeführten treuhänderisch vereinnahmten Staatssteuern in Preußen auf die Gesamtheit der ande-

war dann, „daß die Kommunen sich veranlaßt fühlen, den Zinsendienst einzustellen, da sie sonst Gefahr laufen, keine Zuschüsse aus dem Ausgleichsfonds zu erhalten" (1). Bei einer derartigen, von Staats wegen sanktionierten Zahlungssitte darf man sich natürlich nicht wundern, daß die Gemeinden mit ihren Zinszahlungen in Rückstand gerieten. Dabei soll durchaus nicht verkannt werden, daß es wirklich eine Reihe von Städten, besonders in industriellen Gebieten gab, die durch die ihnen vom Reich aufgebürdeten Arbeitslosenlasten an den Rand des Verderbens gebracht wurden.

In den besonders gelagerten unverschuldeten Fällen hätten die übergeordneten Landes- und Reichsbehörden rechtzeitig eingreifen und den relativ unbedeutenden Betrag für die Verzinsung zur Verfügung stellen müssen. Wenn die Konsequenzen eines solchen Schrittes als Gegenargument herangeführt werden, dann muß man aber auch an die Gesamtschädigung des Kredits denken und fragen, ob sie nicht größer war als die Möglichkeit weiterer Hilfeleistungen für die notleidenden Kommunen.

Bei einer ganzen Reihe von Städten, wie Dortmund, Dresden, Duisburg, Heidelberg, Köln usw. ergaben sich im Jahre 1932 bzw. 1933 einmalig oder auch zu wiederholten Malen Schwierigkeiten, wenn die Kuponinhaber bei den zuständigen Stellen ihre Zinsen abholen wollten. (Vgl.Abschnitt Publizität S. 51 ff).

---

ren Kommunen um, indem den noch pünktlich zahlenden Gemeinden die Überweisungsanteile um den Betrag gekürzt wurden, den die säumigen Gemeinden nicht eingezahlt hatten. (Lang S.108). Der Erfolg war dann, daß es nur noch einige Städte gab, die überhaupt die Reichssteuern vollständig abführten.

1) Von Bitter, Der kommunale Schuldendienst. In Die Deutsche Volkswirtschaft, 1933 Nr.8 S.260 und xx, Die kommunale Kreditkrise. In Der deutsche x Ökonomist Nr.46 v.18.11.32 S.1525.

Hier sollen einige Beispiele aus der Praxis der deutschen Kommunen angeführt werden. Duisburg hatte z.B. die Juli-Zinsen 1932 auf die Inhaber-Anleihen nur teilweise und verspätet angeschafft (1). Zu einem anderen Datum erklärte die Verwaltung der Stadt Duisburg, nämlich am 1.12.32, sie hoffe, die fälligen Zinsscheine der Duisburger Anleihe von 1928 in den nächsten Wochen honorieren zu können. Auch im Jahre 1933 noch waren die Beträge für die fälligen Juli-Kupons bis zum 8.7.33 weder angewiesen, noch angekündigt (2).

Bis zum 14.12.32 war auch Dresden nicht in der Lage, den Dezemberverpflichtungen aus der 8 %igen Anleihe von 28 und der 7 %igen Anleihe von 26, I nachzukommen, wobei bemerkt werden muß, daß die Oktober- und November-Fälligkeiten der Dresdner Anleihen ebenfalls noch ausstanden (3).

Die Stadt Heidelberg stellte am 19.10.32 die Mittel zur Einlösung der Hälfte der am 1.9. und am 1.10. fällig gewordenen Zinsscheine aus Schuldverschreibungen und Schatzanweisungen bereit. Die zweite Hälfte sollte nach Möglichkeit bis Mitte November bezahlt werden (4,5).

Solange die Gläubiger den deutschen Kommunen vertrauensvoll ihre ersparten Gelder hingaben, bemühte man sich evtl. um sie und gab auf Anfragen Auskünfte, hatte man aber das Geld, dann war es anscheinend mit der Rücksichtnahme und der Verantwortung vorbei. Das geht auch aus folgender Notiz hervor. „Die Stadt Dortmund, bei der noch uneingelöste Zinsfälligkeiten vom Juni bestehen, hat mahnenden Gläubigern sogar in recht robuster Weise zu ver-

---

1) Deutscher Volkswirt, Nr. 43 v. 22.7.32.
2) Frankfurter Ztg. v.8.7.33, 499/500.
3) Die Bank, v.14.12.32 S. 1774.
4) Die Bank, v.19.10.32 S. 1477.
5) Lt. Frankfurter Ztg. v.13.11.32 wurden die restlichen Zinsscheine ab 14.11.32 eingelöst, womit die Verzögerung erledigt war.

stehen gegeben, daß eine Klage zwecklos sei, weil dadurch die städtischen Finanzen nicht gebessert würden" (1).

Wie die Anleihen einer Stadt, die ihre Zinsen nicht rechtzeitig zahlt, im Kurse zurückgeworfen werden, zeigt folgender Anleihevergleich (2).

Jahr	7 % Duisburger Anl. von 26 fällig per 1.7.57	7 % Düsseldorfer Anl., fällig per 2.1.58
1927	90,73	90,60
1928	89,11	87,83
1929	80,71	81,82
1930	85,66	83,87
1931	81,14	80,30
1932	46,68	51,22
1933	66,89	70,00
1934	81,36	84,39
1935 (Jan.-Febr.)	90,87	91,62

Bis 1931 einschließlich hat die Duisburger Anleihe gegenüber der Düsseldorfer einen Kursvorsprung. Infolge der geschilderten Vorfälle ergibt sich für 1932 ein fast 5 %iger Kursvorsprung der Düsseldorfer Anleihe. Es stellt sich heraus, daß auch noch zu einer Zeit, als alle Zinsen wieder pünktlich bezahlt werden, die Erinnerung an den alten Verstoß fortwirkt. Die Kurse gleichen sich erst zu Anfang 1935 wieder merklich an.

bb) Zinsstundung.

Nachdem die Kommunen gesehen hatten, daß die Methode des einfachen Schuldigbleibens der fälligen Zinsen außer den sinkenden Kursen und der Verärgerung unter den Sparern keine - insbesondere nicht bei den übergeordneten staatlichen Stellen - situa-

---

1) Die Bank v.9.11.32 S. 1556.
2) Die Zahlen wurden errechnet auf Grund von monatlichen Durschnittskursen der Berliner Börse.

tionsverbessernde Wirkung zeigte, suchte man von sich aus zu Einzelabkommen mit den Gläubigern zu gelangen.

Im Falle der Dresdener Anleihen erhielt man eine Zinsstundung auf Grund des Obligationengesetzes. Die getroffenen Regelungen werden im Zusammenhang mit weiteren Zugeständnissen der Gläubiger an die Stadt Dresden unter dem Kapitel Tilgung auf S. 175 ff. behandelt.

In diesem Zusammenhang müssen aber die Zinsherabsetzungsbestrebungen einer Reihe von Städten auch um die Mitte des Jahres 1933 erwähnt werden, die zwar die lang- und mittelfristigen Anleihen nicht direkt betrafen, aber dennoch ihre Wirkung auf diese nicht verfehlten.

Als Berlin, Frankfurt, Kassel, Altona und einige andere Städte ihre lang- und mittelfristigen Buchschulden ziemlich gleichmäßig zum Gegenstand von Verhandlungen betr. Herabsetzung des Zinssatzes und Aussetzung der Tilgungsraten machten, wurden hierdurch nicht nur die Anleihekurse allein dieser Städte (1) zurückgeworfen, obwohl deren am Markt begebene Anleihen von derartigen Maßnahmen nicht betroffen wurden. Die Börse befürchtete aber ein baldiges Übergreifen auch auf diese langfristigen Anleihen. Eine ähnliche Wirkung zeitigte die Einstellung jeglicher Zinszahlung bekannter Großstädte wie Dortmund, Duisburg, Gelsenkirchen gegenüber den Hypothekenbanken im Jahre 1932.

---

1) So wurden z.B. die Berliner Werte durch die Vorschläge der Stadt am 30.6. 33 folgendermaßen beeinflußt: Schatzanweisungen von 29/30 zu 71 repartiert, während am Tage vorher der Kurs 72,25 lautete. Die Anleihe von 26 63 %, am Tage vorher 65 ½ %, Verkehrsanleihe 64 ½ %, am Tage vorher 65 ½ %, nachdem schon der vorhergehende Kurs der Verkehrsanleihe von 67 auf 65 ½ und derjenige der 24er Anleihe von 63 ½ auf 62 zurückgegangen war.

Bezeichnend für die Lage kurz vor Verkündigung des Gemeindeumschuldungsgesetzes war, daß kaum gefragt wurde: „Wer zahlt nicht?" sondern: „Wer zahlt noch?" Die Münchener Bankiervereinigung teilte mit: „Auf eine Anfrage an eine Reihe von Städten, ob sie ihre Zinsverpflichtungen aus begebenen Anleihen einzuhalten gedenken, haben folgende Städte eine bejahende Antwort gegeben: Braunschweig, Elberfeld, Gera, Hagen, Königsberg, München, Pforzheim, Weimar, Wiesbaden und Zwickau".

Die Ergebnisse der individuellen Bemühungen der Städte zur Lösung des Zinsproblems verlockten nicht zu weiteren Versuchen. Allgemein setzte sich folgende Erkenntnis durch: „Die Neuregelung der kommunalen Schulden muß generell und gleichzeitig erfolgen, denn die Not ist überall groß, und mit einem Sondererfolg, der mit einer Beunruhigung des Rentenmarktes erkauft werden muß, ist gewiß der Allgemeinheit nicht gedient, auch wenn er für die einzelne Gemeinde eine Entlastung bedeutet. Eine allgemeine Zinssenkung zur rechten Zeit mag auch Opfer auferlegen, aber sie kann niemals den Sparwillen des Volkes erschüttern, wie es durch mehr oder weniger willkürliche Regelungen einzelner Schuldnergruppen geschehen kann" (1). Ergreifen einzelne Städte aber Sondermaßnahmen, so fühlen sich die betroffenen Gläubiger ungerechtfertigt benachteiligt, da doch die Schuld für die finanziellen Kalamitäten vielfach nicht auf Verschulden der betr.Kommunen, als vielmehr auf höhere Gewalt zurückzuführen ist.

3. Das Verfahren auf Grund des Gesetzes vom 21.9.33 (Umschuldungsgesetz).

Es war daher wie eine Erlösung vom Alpdruck, als bald darauf eine durchgreifende allgemeine Regelung verkündet wurde.

---

1) Sparkasse Heft 14, vom 15.7.33 S.290.

Das Reich setzte mit dem „Gesetz über die Umwandlung kurzfristiger Inlandsschulden der Gemeinden vom 21.9.33" (1) ein Verfahren durch, bei dem der Gläubiger wenigstens die Wahl zwischen zwei Möglichkeiten hatte. In beiden Fällen wurde das Recht geändert. Nach diesem Gesetze, das sich auf alle bis zum 31.3.35 fällig werdenden Verpflichtungen der Städte bezieht, wird jedem Gläubiger die Wahl gelassen, ob er in eine Umwandlung seiner bisher mit 5 bzw. 6 % verzinslichen Forderung in eine 4 %ige Anleihe des „Umschuldungsverbandes deutscher Gemeinden" einwilligt, oder ob er sich von dieser Konsolidierung ausschließen und fünf Jahre auf die Rückzahlung des Kapitals und die Verfügung über die auflaufenden Zinsen verzichten will (2).

Bis auf verschwindend geringe Beträge wurde von der ersten Möglichkeit Gebrauch gemacht (3), da die umgewandelte Forderung eine Reichsgarantie genießt. Diese besteht darin, daß bei Leistungsverzug (Zinsen oder Tilgung) der Gemeinden der Reichsfinanzminister dem Umschuldungsverband die rückständigen Beträge überweist, die den Städten durch Verrechnung bei Steuerüberweisungen an die Länder in Abzug gebracht werden. Gegenüber der bisherigen Praxis der Behandlung von Gläubigern, bei der die Beträge für Zinsen und Tilgung erst an letzter Stelle hinter anderen bevorrechtigten Ausgaben ausgeworfen wurden,

---

1) RGBl.1 S.647, Wortlaut in Deutscher Sparkassenzeitung vom 26.9.33 Nr. 112.
2) Ende März 1935 wurde die Frist bis 1.10.36 verlängert und bestimmt, daß im Falle der Ablehnung nicht mehr eine Stundung zu 6 % sondern nur noch zu 4 ½ % möglich ist, falls ein den Gläubigern gemachtes 2.Angebot zum Umtausch der Proteststücke in Umschuldungsanleihen abgelehnt wird.
3) Nach den letzten Meldungen sind die Ablehnungen in einzelnen Fällen doch erheblich (z.B.Berlin 124 Mill.Ende März 35), sodaß man sich auch deshalb zu der Zinssenkung auf 4 ½ % entschloss.

ist also ein grundsätzlicher Wandel eingetreten. Hatte die bisherige Schuldnermoral dazu geführt, daß schwache Schuldnerstädte ihren Schuldendienst ganz oder teilweise einstellten (namentlich gegenüber Girozentralen und Landesbanken), so bedeutete diese Reichsgarantie eine wesentliche Qualitätsverbesserung und eine angemessene Kompensation des Zinsabstrichs (1,2).

Übrigens wurden Maßnahmen getroffen, daß nur solche Städte, die nach der Finanzlage nicht zur Aufrechterhaltung ihres Schuldendienstes in der Lage waren, dem Umschuldungsverband beitreten konnten. Die Gläubiger gesunder Gemeinden unterlagen also keinerlei Eingriffen, und für die kranken Gemeinden sind eben genau so wie in der privaten Wirtschaft für die Fälle der Überschuldung besondere Maßnahmen getroffen worden. Da bei dieser Vergleichsmöglichkeit auf der einen Seite eine individuelle Behandlung der Schuldner mit einer möglichst großen Freizügigkeit der Gläubiger gepaart, und da andererseits für die Stadt bei der Annahme des Vergleichs die ständige Drohung der Rückforderung fälliger Kapitalbeträge durch langfristige, niedrig ver-

---

1) Vgl. Mellinger, L., Die Ordnung der Gemeindefinanzen in: Bank v. 4.10.33 S.1428.

2) Zuerst tauchten derartige Vorschläge, eine Zinseinbuße bei den Stadtanleihen durch Gewährung einer Garantie zu kompensieren, in: Der deutsche Ökonomist 1933 auf, in dem Artikel $^{x}_{x}{}^{x}$. Das ungelöste Zinsproblem, S.333. Vgl.auch Krämer, Zum Problem der Bondsrendite und des langfristigen Staatskredits in Deutschland, in Währung u.Wirtschaft 1933 Nr.7, S.112 ff, wo er für die Diskrepanz zwischen dem Effektivzins des Kapitalmarktes als Ausdruck des wahren Landeszinssatzes und dem Satz für kurzfristige Gelder die den letzteren anhaftende institutionelle Garantie verantwortlich macht, die für die Banknote und die Einlagen bei Sparkassen und Banken gewährt wird.

zinsliche (1) Tilgungsanleihen (2) ersetzt wurde, hatte die Umschuldungsaktion einen durchschlagenden Erfolg. Die Sanierung der Gemeinden war die Voraussetzung für die späteren Kurssteigerungen bei den Stadtanleihen.

Das Umschuldungsgesetz ersparte den kurzfristig stark verschuldeten Gemeinden u.a. nicht nur Zinsgelder sondern auch ein langwieriges Verhandeln mit den Gläubigern. Umso unangenehmer für den kommunalen Kredit wurde es empfunden, als die Stadt Köln kurz nach Erlaß des Umschuldungsgesetzes mit dem Wunsch nach neuer individueller Regelung den Markt beunruhigte.

Die Kölner Schatzanweisungen von 29, fällig am 1.10.32, waren bis 1.10.34 gestundet. Die Stadt strebte nun danach, die Fälligkeit umgehend herbeizuführen, damit die Anleihe dann umzuschulden wäre. Dazu ging sie folgenden Weg:

Nachdem bis zum 5.10.33 die am 1.10. fällig gewesenen Halbjahreszinsen für die 6 %ige Kölner Schatzanweisungen von 29 von der Kölner Stadtverwaltung noch nicht angewiesen worden waren (3), wurde den Kuponbesitzern am 6.10.33 laut Pressemeldung ein in Form eines Angebots gekleideter Bescheid dieser Stelle gegeben, daß eine Einlösung der Zinsscheine nicht in voller Höhe, sondern bei Herabsetzung des Zinssatzes auf 4 % nur mit 2/3 des aufgedruckten Wertes erfolge. Die von diesem Angeb-

---

1) Während Frankfurt/M. z.B.1931 für den Schuldendienst 27,9 Millionen und 1934 noch 18,1 Millionen aufwenden mußte,woraus also eine Zinsverminderung von 9,8 Millionen resultierte (Frankf.Ztg vom 24.10.34 Nr.541), machte Berlin bei der schwebenden Schuld mindestens eine Zinsersparnis von 30 Mill.für 1934 (Frankf.Ztg.vom 5.11.34 Nr. 564).
2) Die Tilgung in Form der Auslosung zu 3 % zuzüglich der ersparten Zinsen wird erstmals zum 1.10.37 vorgenommen.
3) Lt. Frankfurter Ztg. v. 5.10.33 Nr. 738.

Gebrauch machenden Gläubiger könnten nunmehr ihre Zinsscheine bei der Stadthauptkasse zur Einlösung bringen (1).

Die Stadt erklärte, sie tue diesen Schritt „unter Bezugnahme auf das Abkommen, das die Stadt Köln mit ihren Gläubigern in der Versammlung der Besitzer von Schuldverschreibungen von 1929 am 31.12.32 getroffen hat" (1). Diese Formulierung ließ den Schluß zu, „daß dieser Beschluß der Stadtverwaltung im Einvernehmen mit der gesetzlichen Vertretung der Gläubiger" erfolgt ist (1).

Das war aber nicht der Fall, denn der Sparerbund E.V. teilte mit, daß er gegenüber diesem einseitigen Eingriff der Schuldnerin in die vertraglich vereinbarten Rechte sofort Einspruch bei amtlichen Stellen erhoben habe (2), und die Stadt nach dem von ihr erwähnten Abkommen nicht berechtigt sei, den Zinsfuß von 6 auf 4 % zu senken. „Der Sparerbund erblickt in dem Vorgehen der Schuldnerin eine Erschwerung der Regierungsabsichten auf Stützung des Rentenmarktes und einen neuen Beunruhigungsfaktor gegenüber dem wiederkehrenden Vertrauen zur öffentlichen Finanzgebarung" (3).

Wir haben es hier mit einem etwas merkwürdigen Verhalten einer deutschen Gemeinde gegenüber ihren Anleihegläubigern zu tun. Die Besitzer der Schatzanweisungen hatten schon anläßlich der Prolongation gegen Ende 1932 in große Opfer eingewilligt. Jetzt verfügte man aber einseitig eine Zinssenkung um ein Drittel von 6 % auf 4 %. Offenbar wollte man mit dieser Maßnahme die empörten Gläubiger zur Kündigung des Vertragsverhältnisses veranlassen. Die maßgebenden Stellen griffen aber vorzeitig ein, und es wurde ein Gesetz eingebracht, welches vorsieht,

---

1) Lt. Frankfurter Ztg.v. 6.10.33 Nr. 740.
2) Weiterer Einspruch in der Zinsfrage wurde auch von den Emissionsbanken, die seinerzeit die Schatzanweisungen herausbrachten, erhoben.
3) Frankfurter Zeitung vom 8.10.33 Nr. 743.

daß die seitens einer Stadt vorzeitig herbeigeführte Fälligkeit einer Forderung nicht zur Einbeziehung unter die Umschuldung befähigt. Für den Fall, daß die Ursache der Fälligkeit bis zum 31.12.33 wieder ausgeglichen wird, gilt die Fälligkeit als nicht eingetreten (1).

Erst nach weiteren Verhandlungen erklärte sich dann Köln Mitte Dezember 1933 bereit, den Rest in Höhe von 2 % auszahlen zu wollen.

Die anfänglich nur mit 4 % zur Auszahlung gebrachten Kupons bewirkten, daß am Rentenmarkte in den Anleihen der Stadt Köln eine Zunahme der Verkäufe eintrat. Die Kölner Schatzanweisungen lagen während des ganzen Oktober 1933 durchschnittlich um 5 % unter den Frankfurter Schatzanweisungen, während der Unterschied beim Jahresdurchschnitt 1933 nur etwas über 3 % beträgt bzw. in normalen Zeiten überhaupt nicht vorhanden ist (vgl. auch S. 162). Als es dann auch noch im November ungewiß war, ob die Kölner Schatzanweisungen in die Umschuldung einzubeziehen seien, wirkte sich das wieder nachteilig auf den Kurs aus. Die Einführung der Umschuldungsanleihe im November 33 in den Freiverkehr vollzog sich unter rascher Kurssteigerung von 71 % auf 75 ½ % bis zum 10.11.33. Dadurch wurden die anderen Umschuldungswerte mitgezogen mit Ausnahme der Kölner Schatzanweisungen, die unverändert auf 72 ½ verharrten (2).

4. Die organische Zinssenkungsaktion.

Brünings Versuch vom Herbst 1931, durch ein Staatsdekret den Kapitalzins auf 6 % zu senken, scheiterte aus eingangs erwähnten Gründen.

---

1) Gesetz z.Änderung des Gemeindeumschuldungsgesetzes v.14.11.33. RGBl. Teil I v.15.11.33 S.971. Wortlaut in der Deutschen Sparkassenzeitung v. 16.11.33 Nr. 134.

2) Vgl.Deutsche Bergwerkszeitung v.12.11.33 Nr.266.

o m i n e l l wurde zwar dieser Satz erreicht, ber e f f e k t i v brachten die 6 %igen Pfandriefe Mitte 1932 einen Zins von fast 9 %, der freilich nach Auftreten der ersten Erholungszeichen auf 1/2 % sank. Auf dieser Höhe stagnierte der Zins 933 und 1934, da mannigfache Vorbelastungen die onversionsreife verzögerten.

Aus dem Scheitern der Brüningschen Politik zog chacht nicht die an sich mögliche Folgerung, jeder Eingriff der Staatsgewalt in den Kapitalmarkt führe nfolge der damit verbundenen Vertrauensstörung zu inem noch unerträglichen Zinsniveau. Er erkannte ielmehr richtig, daß es neben dem „Was" ebensosehr uf das „Wie", auf die Art und Weise des Lösungsersuches ankommt. Angesichts der zerrütteten sozilen und wirtschaftlichen Verhältnisse und der drohenden Gefahr des Bolschewismus hatte Schacht keine freie Wahlmöglichkeit mehr, ob er den Selbstheilungskräften des Kapitalmarkts vertrauen, oder ob r zu staatlichen Maßnahmen, die sich schon einmal ls wirkungslos, ja sogar als neue Krisenursache rwiesen hatten, greifen sollte. Es mußte sofort twas geschehen, was der weiteren Ausbreitung der risе Einhalt gebieten und die Neubelebung der irtschaft vorbereiten konnte. Es verblieb somit ls einziger Ausweg eine staatliche Kapitalmarktpolitik (Kabinettsbeschluß vom 31.5.1933). Das Ziel ar nach wie vor die Zurückführung des Kapitalzines auf ein erträgliches, das heißt der Rentabilität der Wirtschaft entsprechendes Niveau. Zu erreichen war es nicht durch Dekrete, sondern nur durch in System organisch aufeinander abgestimmter Maßahmen, die den ermäßigten Nominalzinssatz nach und ach zum bleibenden, allgemeingültigen Effektivzinsatz des Marktes werden lassen.

Schacht erreichte den beabsichtigten Erfolg in rei Etappen, nicht wie bisher durch ein Herumkurieren an der hauptsächlichsten Krisenerscheinung, em hohen Kapitalzins, sondern durch Beseitigung er Krisenursachen. Er organisierte damit bewußt

die Entwicklung des Kapitalmarktes zur Konversionsreife.

aa) Die Marktbereinigung.

Die riesigen eingefrorenen Schuldenblocks der Landwirtschaft und der Gemeinden, die zwar kurzfristig gewährt, ihrer Verwendung nach jedoch langfristig waren und auf ihre Konsolidierung warteten, galt es zunächst zu beseitigen, denn sie wirkten der Wiederkehr des Vertrauens der Geldgeber entgegen. Die Fundierung dieser Schulden durch das „Gesetz zur Regelung der landwirtschaftlichen Schuldverhältnisse" vom 1.6.1933 und das „Gemeindeumschuldungsgesetz" vom 21.9.1933 löste den Kapitalmarkt aus seiner Erstarrung. Die Ersetzung der Sachwertanleihen durch 4 %ige Reichsschuldverschreibungen („Roggenschuldengesetz" vom 16.5.1934), die Beseitigung der Neubesitzanleihe sowie die Konzentration des Wertpapierhandels durch die Börsenreform („Gesetz zur Änderung des Börsengesetzes" vom 5.3.1934) wirkten in gleicher Richtung. Besonders dies letzte Maßnahme, die technische Neuordnung des Kapitalmarktes, ermöglichte den kleineren Kapitalbesitzern und Sparern wieder, ein übersichtliches Bild von der Kapitalentwicklung zu gewinnen und trug dadurch stark zur Wiederherstellung des so wichtigen in der Krise verlorengegangenen Vertrauens der Anleihebesitzer bei.

bb) Planmäßige Kapitaleinsatz- und Kapitallenkungspolitik.

11) Einsatz an der dringlichsten Stelle (Beschränkung der Kreditwünsche).

Neben die mehr vorbereitende Politik der technischen Marktbereinigung trat eine planmäßige Kapitaleinsatz- und Kapitallenkungspolitik. Der in der liberalistischen Epoche übliche Wettlauf um das

anlagebereite Kapital, der zur dauernden Zinsüberbietung führte, entsprach nicht dem nationalsozialistischen Wollen des Vorrangs der Gemeininteressen. Er wurde ersetzt durch ein System, das die volkswirtschaftliche Dringlichkeit eines Vorhabens zum Wertmesser hat. Die gesamtwirtschaftlich dringlichsten Aufgaben sind nicht immer die ertragsreichsten, die also die höchsten Zinsen bewilligen können, sondern diejenigen, von denen in Bezug auf ein als gesamtwirtschaftlich vordringlich erkanntes Ziel die höchsten Wirkungen ausgehen. Solche volkswirtschaftlich dringliche Aufgaben gibt es eine ganze Menge, jedoch wegen des geringen Kapitalangebotes können jeweils nur die allerdringlichsten herausgegriffen und in Angriff genommen werden. Derartige Ziele sind heute zum Beispiel die Beseitigung der Arbeitslosigkeit und die Wiederwehrhaftmachung Deutschlands. Morgen und übermorgen werden andere Ziele in den Vordergrund treten, je nach der Entwicklung der Verhältnisse. Wesentlich für die Kapitalverteilung ist also nicht die Kaufkraft des Anleihesuchers (Zinshöhe) sondern die Dringlichkeit der Aufgabe (Wirkung des Kapitaleinsatzes auf ein bestimmtes Ziel). Um bei unseren Beispielen von der Arbeitslosigkeit zu bleiben, heißt das, das Kapital ist so zu verwenden, daß möglichst viele neue Arbeitsplätze entstehen.

22) Systematische Konzentration des sich neubildenden Kapitals.

Neben diese nach gesamtwirtschaftlichen Grundsätzen durchgeführte Beschränkung der Kreditwünsche tritt die systematische Konzentration des in der Wirtschaft sich neubildenden Kapitals, so daß es auf dem kürzesten Wege und in möglichst großem Umfange den öffentlichen Zielen dienstbar gemacht werden kann. Vor allem galt es, die wirklichen Dauerersparnisse von den temporären Ersparnissen zu trennen. Zu den letzten gehören besonders die kurz-

fristigen Betriebsrücklagen der gewerblichen Wirtschaft. Sie sind zur längerfristigen Investition ungeeignet. Ihr Zweck ist Verwendung im Produktions- oder Umsatzprozeß, nicht Aufsuchung einer rentablen Anlage. Deshalb sind die Betriebsreserven möglichst niedrig zu verzinsen, damit an sich langfristiges zum Güterumsatz unnötiges Kapital sich nicht in Form der Betriebsreserven dem Kapitalmarkt entzieht. Durch das Zinsabkommen der deutschen Banken von 1932 ist dieser Grundsatz schon weitgehend verwirklicht. Die Rückführung der auf dem Geldmarkt vagabundierenden Kapitalmarktgelder wurde weiterhin gefördert durch die offene Marktpolitik der Reichsbank (Gesetz vom 27.10.1933), die die Geldmarktsätze senkte und die Anleihekurse steigerte. In gleicher Weise wirkte die Erweiterung der Anlagevorschriften für die deutschen Sparkassen, nach denen künftighin 50 % der Spareinlagen in Anleihen angelegt werden dürfen. Der Konzentration der Kapitalverwendungszwecke steht auf der anderen Seite die Konzentration der Ersparnisbildung gegenüber. Durch die organisierte Zinssenkung wird die Kapitalknappheit im alten Sinne durchaus nicht aufgehoben, trotzdem gelingt eine Zinssenkung auf ein normales Maß, weil die Kreditwünsche scharf gesichtet und ausgewählt werden. So gelingt es, daß wenigstens die wenigen Investitionen, die durchgeführt werden können, nicht von vornherein an der unerträglichen Höhe der Zinssätze scheitern, und daß andererseits vielen Volksgenossen im Zeitalter der Arbeitslosigkeit das aufreizende Bild großer arbeitsloser Einkommen erspart bleibt, von dem nur klassentrennende und nie überbrückende Wirkungen ausgehen.

33) Staatliche Auftrags- und Steuerpolitik.

Die staatliche Auftrags- und Steuerpolitik gab den Anstoß zur Überwindung der Krise, eine Wirkung, die die Wirtschaft aus sich nicht so leicht hervorgebracht hätte. Die bereits heute vorliegenden

Erfolge sprechen ganz deutlich für die Richtigkeit der nationalsozialistischen Idee, daß alles verfügbare Kapital zuerst für die dringlichsten volkswirtschaftlichen Aufgaben verwendet werden muß. Heute läßt sich nicht nur die Tendenz steigender Überschüsse in den Unternehmungen wahrnehmen, sondern auch eine starke Hebung der Ersparnisbildung in den breiten Schichten der Beamten, der unselbständigen Arbeiter und Angestellten. Daneben ist eine Steigerung der Konsumkraft, die wiederum die Produktion anregt, unverkennbar. Die staatliche Auftragspolitik muß sich auf die Dauer also zu einer organischen Zinssenkung auswachsen. Es zeigt sich heute ganz deutlich, daß das Problem ursprünglich nicht lautete: Wo soll das Kapital eingesetzt werden, sondern daß das Kapital überhaupt einmal eingesetzt wurde. Infolge der ungeheuren Zahl der ungeklärten Fragen konnte der einzelne Wirtschafter von sich aus nichts tun. Das Risiko war so groß, daß er dabei ohne weiteres zugrunde gegangen wäre. Nur der Staat konnte das ungeheure Risiko des Kapitaleinsatzes zur Wiederbelebung der Wirtschaft eingehen. Zwar versuchte er von vornherein durch eine Lockerung der Steuerlast die Privatwirtschaft mitzureißen. Doch lag anfänglich die Hauptlast zweifellos allein bei dem Staat. Heute ist das Experiment weitgehend gelungen. Die Voraussetzungen für eine rentable Wirtschaft sind wiederhergestellt: größerer Verbrauch, mehr Betriebsüberschüsse und Ersparnisse. Der Staat kann sich jetzt nach und nach aus der Wirtschaft wieder zurückziehen. Er wird in Zukunft weniger selbst als Auftraggeber auftreten als als Lenker von Kapital. Da die Wirtschaft ja erst wieder einigermaßen selbst gehen kann, bedarf sie noch weiterhin des Schutzes, damit die langsam infolge der Überschußerzielung sich anbahnende natürliche (organische) Zinssenkung nicht wieder durch weniger dringliche Kreditanforderungen durchkreuzt wird.

44) Die Kreditüberwachung der Gemeinden durch den Staat.

Die Aufgabe der Kreditüberwachung ist und bleib eine staatliche Aufgabe. Besonders auch in Bezug auf die deutschen Gemeinden hat der Staat wichtige Aufgaben:

aaa) Verbot der Anleiheaufnahme durch die Gemeinden, beziehungsweise Genehmigung von Anleihen durch den Staat (Siehe Seite 31 ff.).

bbb) Kontrolle der Finanzgebarung (s.S. 32). Zuviel Steuern belasten die Wirtschaft, erhöhen die Erzeugungskosten und schmälern die Überschüsse; hindern den Zins, sich zu senken.

cc) Aufgabenbeschränkung (s.S. 31).

Die Kommunen sollen nur solche Aufgaben wahrnehmen, die nur von öffentlichen Stellen übernommen werden können. Die anderen Aufgaben sollen aber der privaten Wirtschaft unter eigener Verantwortung überlassen werden. Diese steigert die Rentabilität der Wirtschaft und wirkt damit zinssenkend.

So waren in den Jahren 1933 und besonders 1934 durch folgerichtige Kapitalmarktpolitik (Bereinigung des Marktes, Emissionssperre, Dividendenbegrenzung, offene Marktpolitik, Freimachung von Geldern bei Sparkassen usw.) die Kurse der 6 %igen Werte immer höher getrieben worden und erreichten Anfang Januar 1935 fast die Parigrenze. Man erwartete die Konversion. Ende des Monats erfolgte sie zuerst bei den Schuldverschreibungen privater Kreditinstitute. Der Zinsspiegel wurde um 1 ½ % auf 4 ½ % heruntergedrückt. Die Aktion wurde einen Monat später durch die Ausdehnung der Zinssenkung auf die öffentlichen Anleihen ergänzt. Damit wurde auch für die Gemeinden die Senkung der Zinslast auf ein

tragbares Niveau zum Abschluß gebracht.

Wahrend Anfang 1932 noch von den Städten ein durchschnittlicher wirklicher Zinssatz von 7 % getragen werden mußte, der für Verzinsung 787 Mill. erforderte, verringerte sich dieser Anfang 1935 auf 4,61 %. Der Zinsaufwand senkte sich um 242 Mill. RM auf 545 Mill.RM (1). In diesem Betrag sind die durch die Umschuldung ersparten Zinsen eingerechnet.

Nachdem so die mit der Verzinsung zusammenhängenden Probleme abgeschlossen sind, sollen im folgenden die Tilgungsmodalitäten bei den Stadtanleihen näher untersucht werden.

---

1) Wirtschaft und Statistik, Nr. 13, 1935, a.a.O.

F. Die Tilgung.

a) Fälligkeit in Teilbeträgen.

Die Notwendigkeit der Tilgung bedarf heute keiner besonderen Begründung mehr (1). Es ist allgemein bekannt, daß sie erforderlich ist, um die Kreditfähigkeit und eine einflußreiche Stellung aufrecht zu erhalten, und um das wirtschaftliche Gedeihen und die Steuerkraft zu fördern. Weiter gilt die Tatsache, daß die zu Tilgungszwecken verwandten Kapitalien den Zinsfuß herabdrücken, da die zurückgezahlten Gelder das Kapitalangebot im Verhältnis zur Nachfrage wesentlich verbessern (2).

Der Gläubiger sieht in der Tilgung von Anleihen in erster Linie ein Sicherheitsmoment. Der Schuldner wird durch den Druck, Tilgungsgelder zu beschaffen, zu erhöhten Anstrengungen veranlaßt werden. Je stärker sein Wille zu einer gesunden Finanzpolitik ist, umso eher wird er aus freiwilligen Stücken zur Tilgung geneigt sein.

Eine Anleihe kann nun in jährlichen Teilbeträgen oder nach einer gewissen Anzahl von Jahren in einer Summe zurückgezahlt werden. Gehen wir zunächst auf die erstere Möglichkeit ein.

---

1) Früher hielt man die Tilgung von Defizitanleihen bei den Staaten nicht für nötig. Siehe Walb, E., Die Tilgung von Hypotheken und Obligationen. In Zeitschr.f.handelswiss. Forschung 5.Jahrg.S.227.
2) Vgl. Höwig, I., Zur Tilgung d. Staatsanleihe, Karlsruhe 1897 S. 12 ff und
Rittershausen, H., Grundsätze und Erfahrungen der kommenden deutschen Rentenkonversion. In Bankwissenschaft von 1933 Nr. 24, 752 ff.

1. Der Tilgungssatz.

aa) Der Mindestprozentsatz.

Der gesetzlich vorgeschriebene Mindesttilgungssatz von 1 % ist nur zulässig bei nicht werbenden Anlagen von langer Lebensdauer, wie z.B. für Zwecke des Grunderwerbs, von Flußregulierungen und zur Schaffung von Betriebsfonds. Bei Anleihen, die zur Fundierung schwebender Schulden aufgelegt werden, ist ein Satz von mindestens 2 % zu fordern (1). Im übrigen wurde das Prinzip verfolgt, bei Anleihen zu nicht gewinnbringenden Zwecken als niedrigst zulässige Quote den Satz von 1 ¼ % und bei Anleihen zu gewinnbringenden Zwecken den Satz von 1,875 % zu bestimmen (2).

Dieses Prinzip, daß werbende Anleihen, deren Satz natürlich nach der Lebensdauer bemessen ist, mit einem höheren Prozentsatz zu tilgen sind als unproduktive Anleihen, ist nicht nur wirtschaftlich unvorteilhaft, sondern kann sich zu einer begünstigenden Aufnahmeausdehnung für nicht werbende Anleihen auswirken. Die neue deutsche Gemeindeordnung trägt dieser Erkenntnis durch die folgende Bestimmung Rechnung: Allgemein sind die Tilgungsbeträge umso höher zu bemessen, je geringer der unmittelbare Nutzen des Darlehnszweckes ist (3,4).

Da man aus der Höhe des Tilgungssatzes nicht nur auf die moralische Bereitwilligkeit zu gesunder

---

1) Verfügung des M.d.I. und Finanzministerium v. 9.1.1924, zitiert b.Zschintzsch, a.a.O. S.146.
2) Erlaß v.1.6.1891 und v.23.8.1907 bei Zschintzsch, a.a.O. S.135 und S. 136.
3) Deutsche Gemeindeordnung v.30.1.35 in RGBl. Teil I Nr. 6, 1935, S. 59 § 78.
4) Die Gemeindeumschuldungsanleihe beginnt konsequenterweise auch mit einem 3 %igen Tilgungssatz.

Kreditwirtschaft, sondern auch auf die finanzielle Leistungsfähigkeit der Gemeinde schließen kann, so bildet ein hoher Tilgungssatz auch ein ausgezeichnetes psychologisches Kursstützungselement.

Die Gesetzgebung der Nachinflationsjahre hat aber auf diese Tatsache kein besonderes Gewicht gelegt, so daß eine ganze Reihe von Anleihen zu den Mindestsätzen von anfangs 1 - 1 ¼ % getilgt wurde; ja, sie schien leider sogar anderer Ansicht zu sein. So heißt es z.B. in einem Erlaß vom 9.1.1924: „Um in diesen Fällen (gemeint sind solche, in denen eine stärkere Tilgung bei Anleihen für periodisch wiederkehrende Ausgaben oder für Einrichtungen von beschränkter Lebensdauer gefordert wird) den aus einer hohen Tilgung für die Unterbringung der Anleihe etwa zu besorgenden Schwierigkeiten zu begegnen, sind wir damit einverstanden, daß die den Normalsatz übersteigende Tilgung nur im Innenverhältnis erfolgt, und zwar mindestens in dem Maße, wie bei ordnungsmäßiger Wirtschaft Abschreibungen vorzunehmen sein würden" (1).

bb) Der Tilgungsaufwand in seinem Einfluß auf den Kurs.

Die Berechnung der jährlich zu tilgenden Summe wird bei den Stadtanleihen auf zweifache Weise vorgenommen. Bei der einen Gruppe bleibt der jährlich aufzuwendende Betrag konstant und wird in einem bestimmten Prozentsatz vom ursprünglichen Nennbetrag ermittelt (Serienanleihen). Bei der weitaus größten anderen Gruppe aber steigt der Tilgungsbetrag von Jahr zu Jahr um die durch die fortschreitende Tilgung ersparten Zinsen (Annuitätsanleihen). Im Anfange der Tilgung beträgt das Anwachsen des Tilgungsbetrages zwar nur Bruchteile eines Prozentes, später aber einen in immer stärkerer Progression hineinkommenden Hundertsatz.

---

1) zitiert bei Zschintzsch, S. 146, a.a.O.

Nehmen wir für beide Arten von Tilgungen einen gleichen Prozentsatz von 2 % an, so würde bei den Serienanleihen die Tilgung erst nach 50 Jahren und bei den Annuitätsanleihen je nach der Verzinsung von 6, 7 oder 8 % schon nach 24 bzw. 22 bzw. 21 Jahren beendet sein. Da man in der Nachinflationszeit einen Zeitraum von 20 bis 24 Jahren als höchste Laufzeit ansah (1), so müssen, wenn bei den Serienanleihen derselbe Tilgungsendeffekt erzielt werden soll, diese Anleihen mit einem Tilgungssatz von ungefähr 5 % ausgestattet werden.

Allgemein ist heute nun die hohe kursbildende Bedeutung der Tilgung anerkannt, indem die Nachfrage für Tilgungsstücke eine natürliche Stütze für den Kurs bildet. Hinsichtlich der Tilgungsstärke besteht nun bei den beiden Tilgungsarten ein zeitlicher Unterschied. Bei den Annuitätsanleihen ist der Tilgungssatz im Anfang gering und der Rückhalt infolgedessen für den Kurs schwach. Die Stütze wirkt sich hauptsächlich erst im späteren Ablauf der Anleihe aus, wenn sowieso schon der im Verkehr befindliche Anleiherest zusammengeschmolzen ist. Bei den Serienanleihen ist die Konstruktion für eine natürliche Kursregulierung viel glücklicher, indem nämlich hier schon von Anfang an die Anleihe mit einem hohen Prozentsatz getilgt wird, also in einer Zeit, wo das flottante Material erfahrungsgemäß groß zu sein pflegt (2). Vom verkehrswirtschaftlichen Ge-

---

1) Die Reduzierung der Laufzeit gegenüber der Vorkriegszeit, in der die Anleihen erst nach 40 Jahren frühestens zurückgezahlt wurden, erklärt sich auch durch das infolge Krieg, Inflation geschürte Bestreben der erschreckten Sparer, möglichst schnell die Verfügungsgewalt über ihr Kapital zurückzuerhalten. Vgl. Schmalenbach, Organisation des Kredits, a.a.O. S. 565/66.
2) Vgl. die Ausführungen über den Kursvergleich von Anleihen mit unterschiedlichem Tilgungssatz, S. 130 ff.

Gesichtspunkt aus gesehen ist also der Serienanleihe der Vorzug zu geben. Absolut betrachtet, kommt auch diese Verteilung dem Ideal noch nicht gleich.

Macht der Tilgungsbetrag, wie es bei den Stadtanleihen für beide Tilgungsarten üblich ist, einen Hundertsatz vom ursprünglichen Anleihebetrag aus, so ergeben sich, auf den kleiner werdenden Anleiherest berechnet, größer werdende effektive Tilgungsprozentsätze, was offenbar vom Standpunkt einer geeigneten Kurspflege aus falsch ist, denn die Tilgungsnachfrage steht dann in keiner Beziehung zum umlaufenden Betrag. Dieses Verfahren hat noch einen anderen Nachteil. Anleihen derselben Stadt sind nicht untereinander vertretbar, wenn die Tilgung verschieden weit fortgeschritten ist. Das pflegt schon der Fall zu sein, wenn die Emissionen nur drei oder mehr Jahre auseinanderliegen.

Diese beiden bei der Kursbildung durch die Tilgungsart hervorgerufenen Nachteile könnten leicht beseitigt werden, wenn die Tilgung so gestaltet würde, daß der zurückzuzahlende Betrag in einem bestimmten unveränderlichen Prozentsatz vom Anleiherestbetrag errechnet würde. Einmal wird dadurch sichtbarlich zum Ausdruck gebracht, daß man die Kurspflege, bisher das Stiefkind bei den Stadtanleihen, bewußt betreiben will. Man trägt dadurch nämlich dem wahrscheinlichen Bedarf Rechnung. Weiter ergäbe sich nicht mehr für die ältere Anleihe eine raschere Tilgung. Hierdurch würde erreicht, daß die diesem Prinzip folgenden Anleihen vertretbar würden (1). Um die Tilgung am Schluß nicht zu sehr zu verschleppen, müßte ein Satz von mindestens 5 % gewählt werden. Dabei würde immerhin die Laufzeit auf ungefähr 50 Jahre ausgedehnt werden, und man gelangte auf eine dem Gläubiger schmackhafte Weise vielleicht auch wieder zu wirklich langfri-

---

1) Schmalenbach, E., Stadtobligationen in Zeitschr. f. handelswiss. Forschung 1908/09 S. 451 ff.

stigen Anleihen (1).

Die für den Schuldner sich bemerkbar machende stärkere Belastung am Anfang und durch ungleiche Annuitäten (was ja auch schon bei den Serienanleihen eintritt) dürfte nicht zur Ablehnung dieses mit vielen Vorzügen ausgestatteten Typs führen. Übrigens kann durch den wieder aufgestockten Reservefonds (2) ein etatmäßiger Ausgleich geschaffen werden. Von den Rücklagen könnte am Anfang der Laufzeit der Anleihe, wenn die der Abschreibung entsprechende Tilgungsquote zur wirksamen Kurspflege zu niedrig ist, genommen werden, und gegen Ende der Laufzeit, wenn die jetzt stärker gewordene Abschreibung über die Tilgungsquote hinausgehende Gelder erübrigen läßt, würden die anfangs entliehenen Gelder dem Fonds wieder zurückgegeben.

Mit diesen Ausführungen wurde die Frage behandelt, wie der Tilgungsaufwand der Laufzeit der Anleihe anzupassen ist, damit die Rückkäufe der Stadt eine angemessene Pflege der Anleihekurse bewirken. Im folgenden soll noch kurz die Frage des Tilgungsbeginns gestreift werden.

Wie bei Marder-Rabnow (a.a.O.S.115) ersichtlich ist, beginnt bei den meisten Stadtanleihen die Tilgung im zweiten Jahr (32 Anleihen mit 238,75 Millionen), es folgt dann mit ungefähr gleich starken Beträgen das sechste (22 Anleihen mit 96,07 Millionen) und das erste Jahr (9 Anleihen mit 76,5 Millionen); im 7. Jahr beginnen 7 Anleihen mit 49 Millionen.

Bekanntlich soll die Tilgung im kameralistischen Rechnungswesen die sonst im kaufmännischen Betriebe übliche Abschreibung rechnungsmäßig ersetzen. Es ist deshalb aus betriebswirtschaftlichen

---

1) Auch ließen sich für die letzten Jahre leicht Sonderregelungen in Gestalt von Kündigungen treffen, um bei minimalen Beträgen nicht eine technische Belastung des Marktes heraufzubeschwören.

2) Vgl.die Vorschriften in der Deutschen Gemeindeordnung vom 30.1.35 § 77, a.a.O. S.59.

Erwägungen heraus unbedingt notwendig, daß die Tilgung unmittelbar nach der Begebung beginnt.

Die sofortige Inangriffnahme bildet außerdem ein ausgezeichnetes moralisches Mittel insofern, als das Bewußtwerden der übernommenen Amortisationszahlungen vor leichtsinniger Finanzpolitik behütet.

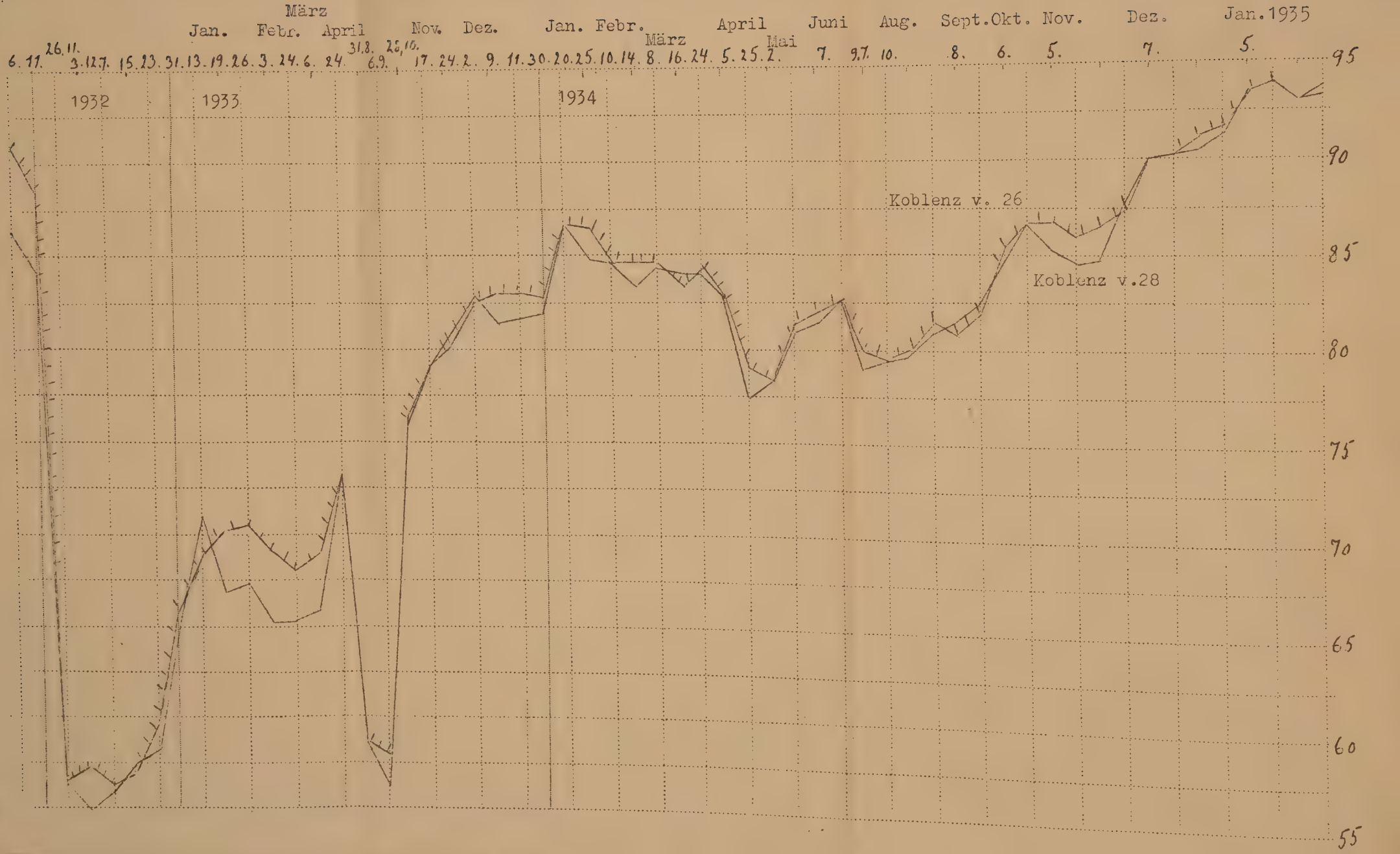
Auch aus verkehrswirtschaftlichen Erwägungen ist es notwendig, daß man sofort mit der Tilgung beginnt, um dem Markt eine Stütze zu geben. Es ist nämlich ein wesentliches Moment der Kursbildung, ob eine Anleihe schon getilgt wird oder nicht (siehe S. 131 ff.).

Gerade aus dem letzten Gesichtspunkt heraus ist es deshalb abzulehnen, wenn die Tilgung erst eine Reihe von Jahren intern erfolgt, sei es nun durch Akkumulation eines Tilgungsfonds oder auf sonstige Weise, und erst dann die öffentliche Tilgung einsetzt. Im Kurse muß sich diese Behandlung genau so auswirken, als ob überhaupt keine Tilgung stattfände. So beginnt bei der Bochumer Anleihe von 29 und bei der Gelsenkirchener Anleihe von 28 die Tilgung im Innenverhältnis nach zwei Jahren und die nach außen in weiteren Abstand von vier Jahren und bei der Solinger Anleihe von 28 nach drei Jahren, bzw. weiteren drei Jahren, so daß bei allen drei Anleihen die öffentliche Tilgung, die dem Markt Rückhalt gibt, erst nach sechs Jahren beginnt.

cc) Der Anleihevergleich in Bezug auf die Tilgungsauswirkung.

Wolfgang fand bei einer Untersuchung für die deutschen Vorkriegsrenten „übereinstimmend, daß die Tilgung so gut wie gar keine Kurssteigerung zur Folge hat, solange die Tilgungsquoten im Vergleich zum umlaufenden Betrag noch gering sind. Erst nachdem die Tilgung weiter vorangeschritten ist, läßt sich eine Einwirkung auf den Kurs feststellen. Im allgemeinen fällt der Grenzpunkt, von dem an die

Jan. Febr. März April Juni Aug. Sept. Okt. Nov. Dez. Jan. Febr. März April Mai Juni
1930
1931
Koblenz v.26
Koblenz v.28
95
90
85
80
75
70
65
60
55


März
Jan. Febr. April Nov. Dez. Jan. Febr. März April Mai Juni Aug. Sept. Okt. Nov. Dez. Jan. 1935
6. 11. 26. 11. 3. 12. 7. 15. 23. 31. 13. 19. 26. 3. 24. 6. 24. 31. 8. 6. 9. 28. 10. 17. 24. 2. 9. 11. 30. 20. 25. 10. 14. 8. 16. 24. 5. 25. 2. 7. 9. 7. 10. 8. 6. 5. 7. 5.
1932
1933
1934
Koblenz v. 26
Koblenz v. 28
95
90
85
80
75
70
65
60
55

Tilgung den Kurs beeinflußte, etwa mit dem mittleren Tilgungstermin zusammen" (1).

Für die Nachinflationszeit bestätigt die Kursentwicklung bei den Stadtanleihen diese Erkenntnisse nicht. Das Publikum hat sich mit der Anleihetechnik anscheinend vertrauter gemacht. Hierauf mag es zurückzuführen sein, daß schon zu Anfang der Tilgung, wenn die Sätze mit 2-3 % noch verhältnismäßig gering sind, sich eine Höherbewertung sowohl gegenüber Anleihen ergibt, bei denen eine Amortisation noch nicht stattfindet (2), als auch gegenüber solchen, bei denen die Tilgung nur um 1-2 % weiter vorangeschritten ist (3).

Betrachten wir zunächst die Koblenzer Anleihen. Die Tilgung in Höhe von 2 % der 28er Anleihe sollte am 1.10.1930 beginnen. Die erste Rate wurde also am

---

1) Wolfgang, Kursbildung am Rentenmarkt, a.a.O. S. 98.

2) Als Vergleichsanleihe wurden gewählt:
8% Koblenzer Anl.v.26, Tilg.ab 1.9.27 zu 2,5 % bis 1.9.45;
8% Koblenzer Anl.v.28, Tilg.ab 1.10.30 zu 2 % bis 1.10.50;
8% Bonner Anl.v.26, Tilg.ab 1.3.26 zu 2,5 % bis 1.3.46;
8% Bonner Anl.v.29, Tilg.ab 1.10.29 zu 2 % bis 1.4.50,
für die Zeit, in der nur die älteren Anleihen getilgt werden.

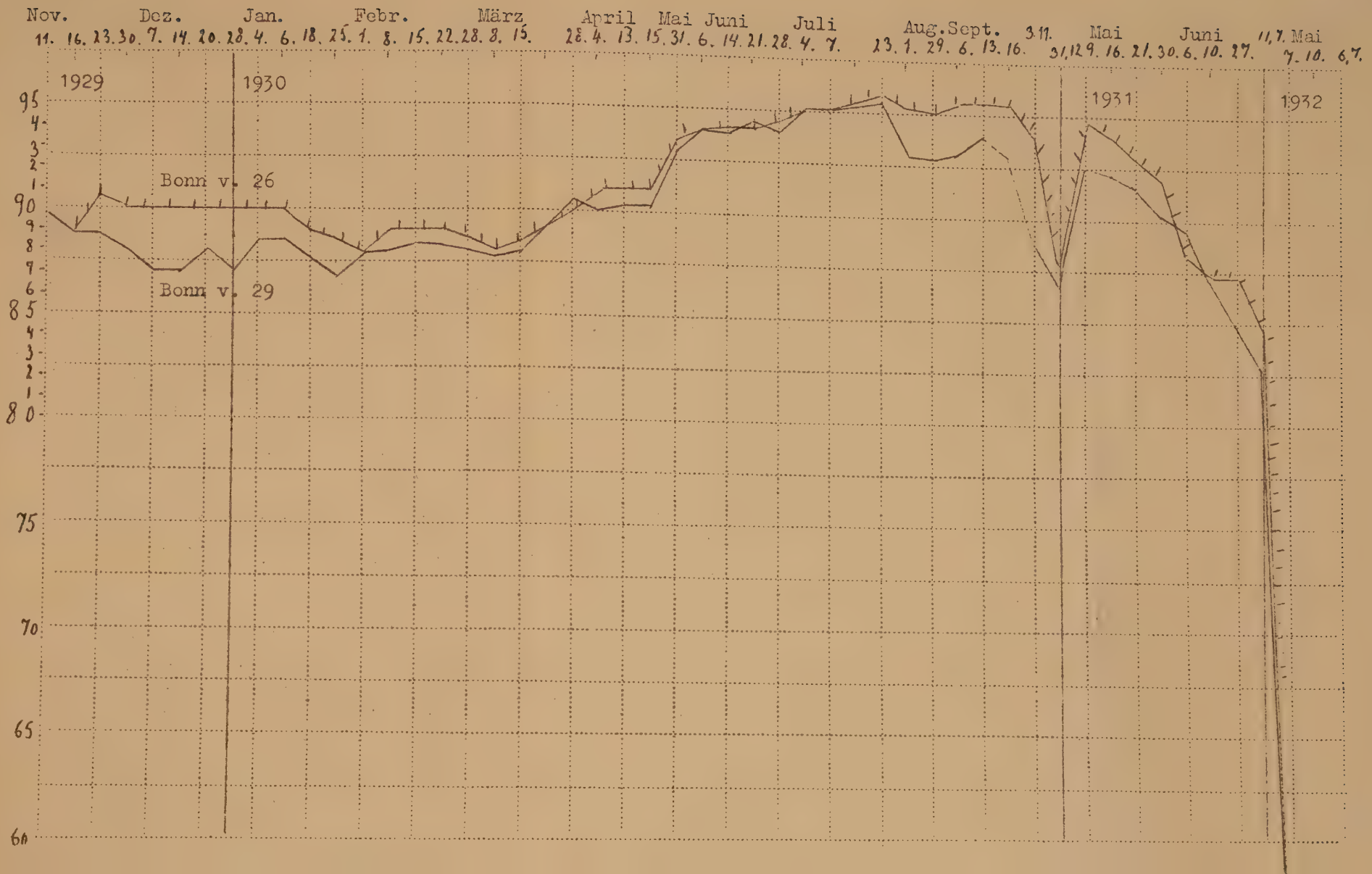
3) Als Vergleichsanleihen wurden gewählt: die Bonner und Koblenzer Anleihen während der Zeit, in der beide Anleihen getilgt werden, sowie die
8% Mannheimer Anl.v.26,Tilg.ab 1.10.27 zu 2,19 % bis 1.10.46
6% Mannheimer Anl.v.27,Tilg.ab 1.8.28 zu 1,82 % bis 1.8.52,
bei denen der Vergleich ab 1932 durchgeführt wurde, ab welcher Zeit beide Anleihen mit 6 % verzinst werden.

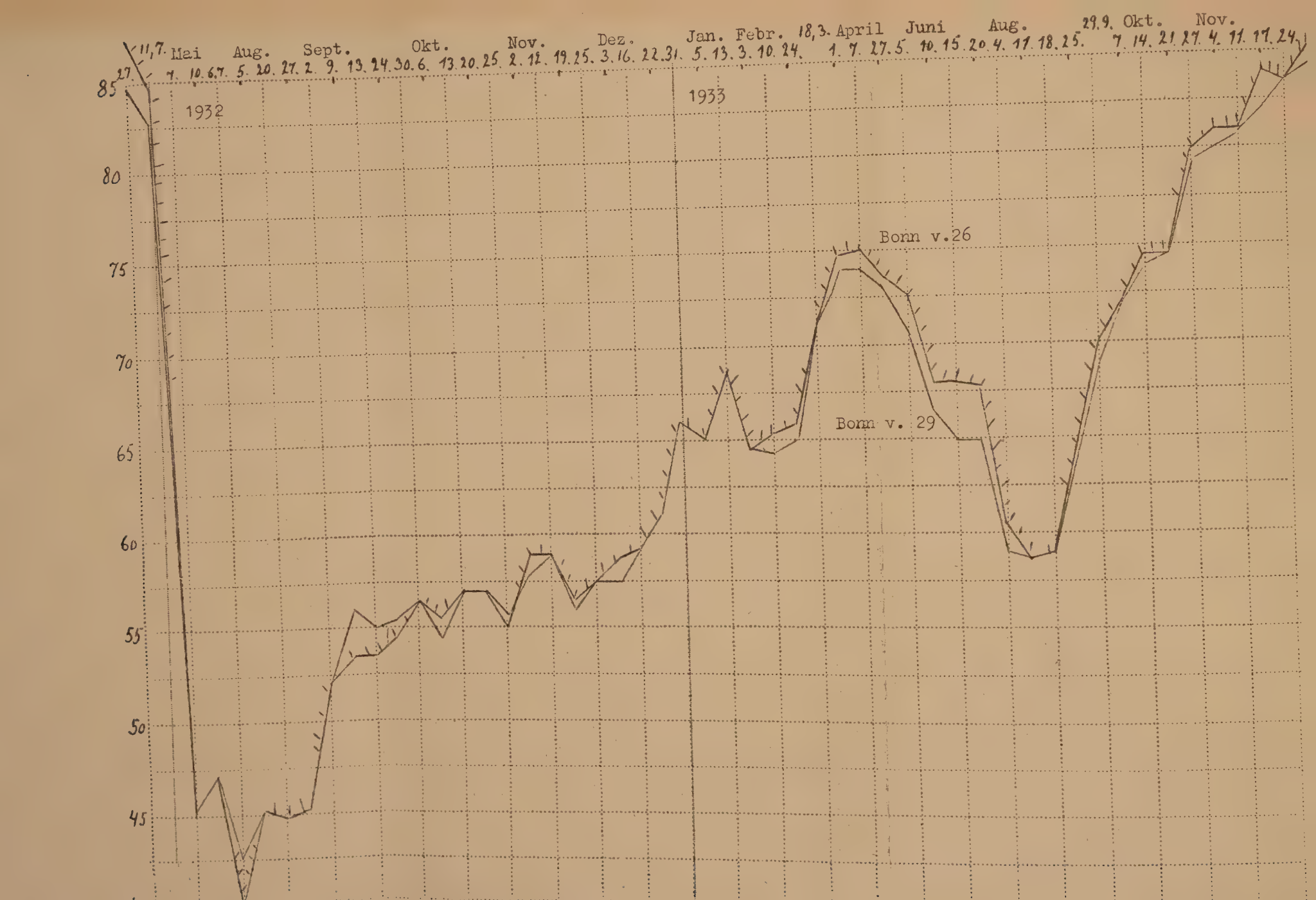
1.10.1931 fällig, während die 1926er Anleihe schon seit 1.9.1927, mit 2,5 % beginnend, amortisiert wurde. Der Kursverlauf der 1926er Anleihe liegt nun dementsprechend überwiegend über der Vergleichsanleihe. Eine Umkehrung dieser natürlichen Relation können wir nur einige Male, und dann auch nur für eine kurze Zeit feststellen. Das scheint ein Zeichen für die bald angestrebte Korrektur zu sein. Interessant ist es, festzustellen, daß eine Überschneidung der Kurse sich ausschließlich im Stadium starker Kursschwankungen, sei es auf- oder abwärts, ereignet. Dieser Vorgang ist erklärlich durch das Vorherrschen anderer Kursbildungsmomente als der immerhin noch nicht sehr starken Tilgungseinflüsse (1). Wird diese Kursbewegung durch eine Stabilisierung der Kurse abgelöst, so tritt der stärkste Kursabstand entsprechend den Tilgungsverhältnissen wieder ein. Es ist noch etwas über die Zeit zu sagen, in der bei der 28er Anleihe eine Tilgung noch nicht stattfindet. Obwohl die Amortisation schon ab 1.10.30 eintreten soll, kann doch aus dem Kursverlauf geschlossen werden, daß die Ankäufe zur Dekkung des Bedarfs wohl erst seit Februar 1931 getätigt wurden, denn zu Ende 1930 und Anfang 1931 erreichen die Abstände ihren bisher weitesten Zwischenraum, der zeitweise über 5 % ausmacht. In den höheren Kursen der 1926er Anleihe für fast das ganze Jahr 1930 kommt also der kursbildende Faktor der Tilgung zur Wirkung.

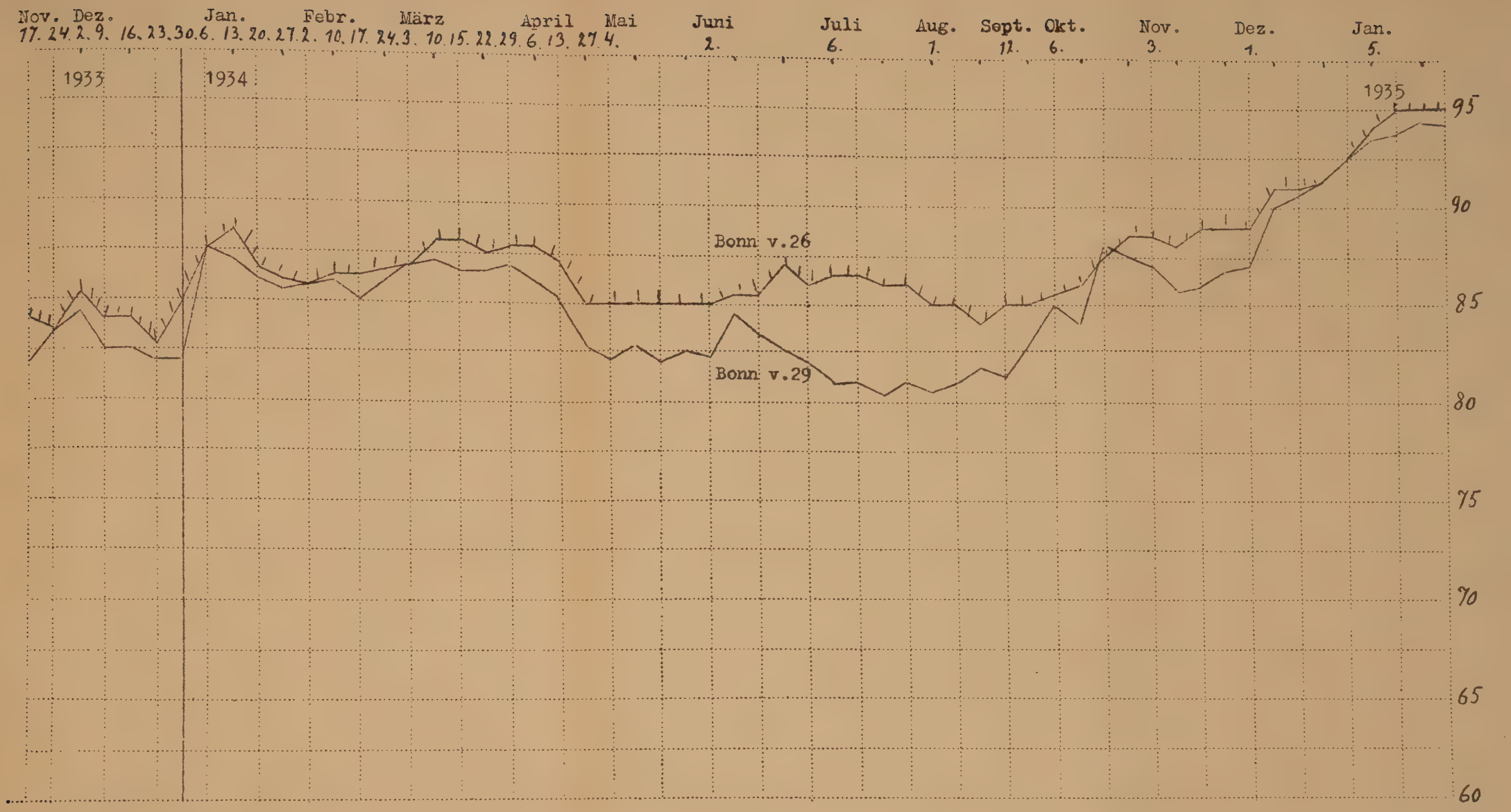
Auch bei den Bonner Anleihen sieht man an dem anfänglich am weitesten auseinanderliegen den Einfluß der Tilgung bei der 1926er Anleihe. Erst mit den Ankäufen für die am 1.10.1930 fällige erste Tilgungsrate für die 1929er Anleihe werden die Kurse enger zusammen- bzw. infolge der Kündigungsauswirkung (s.S.101) über die Vergleichsanleihen hinausgeführt. Abgesehen von einigen Kursabläufen im

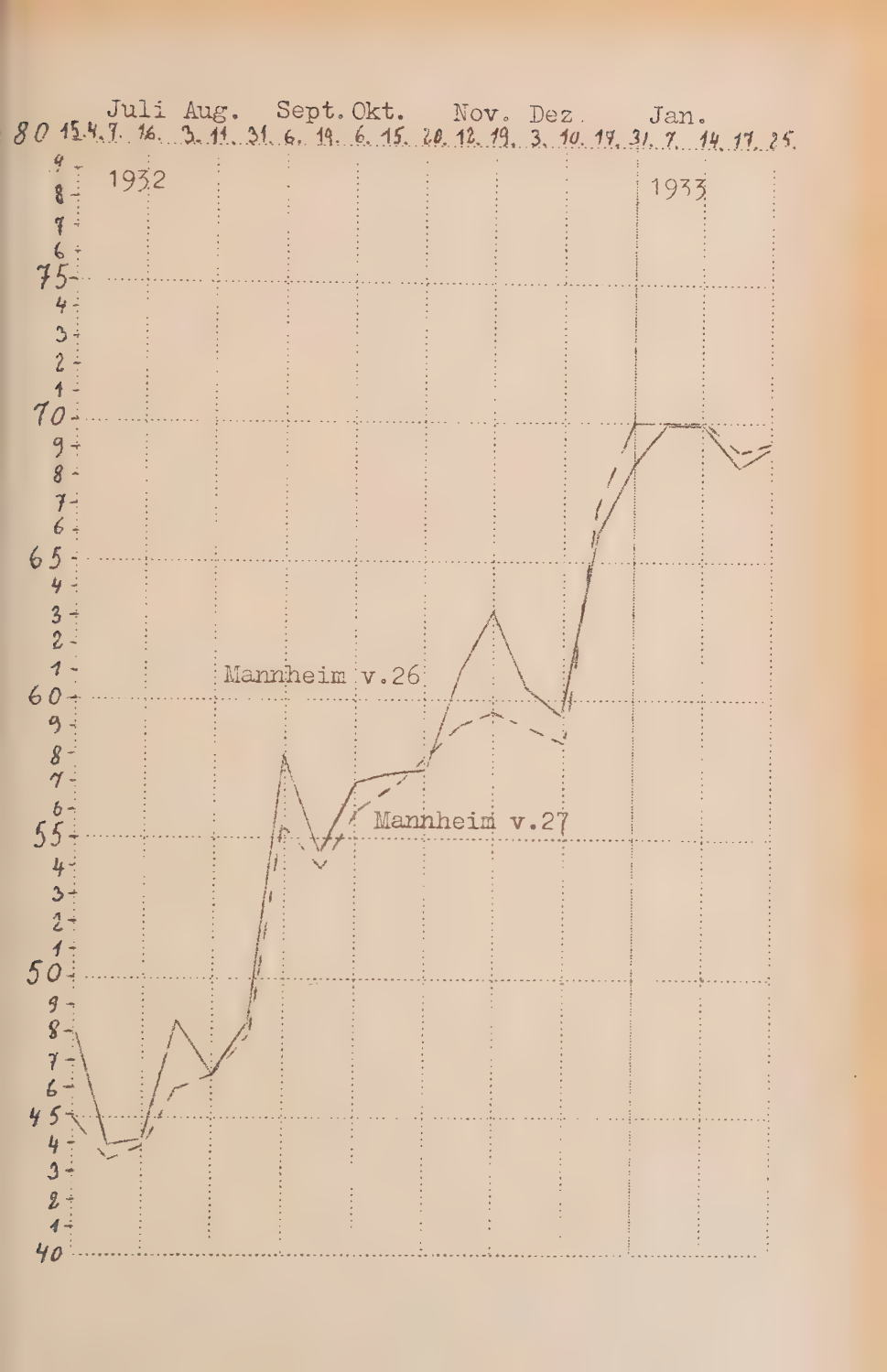
---

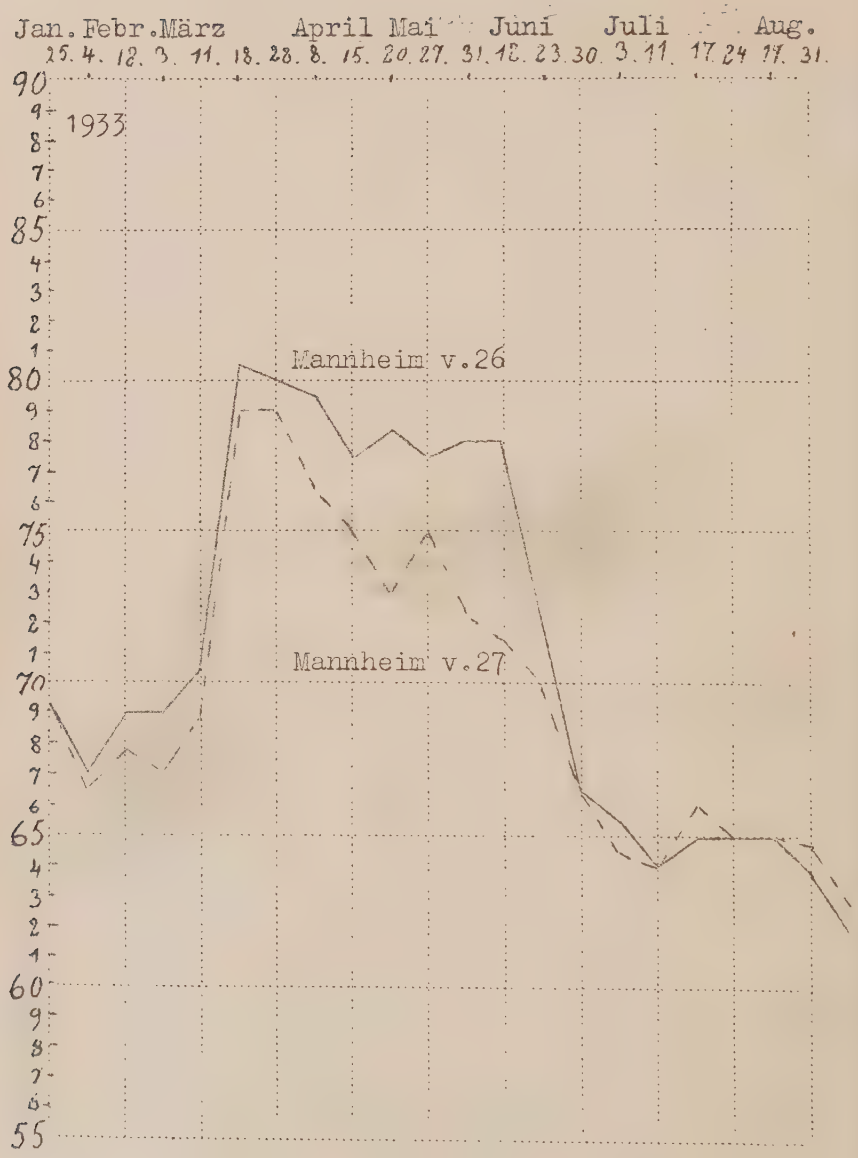
1) Vgl.in diesem Zusammenhang die Erkenntnis über die Auswirkung der Kündigung auf S. 101.

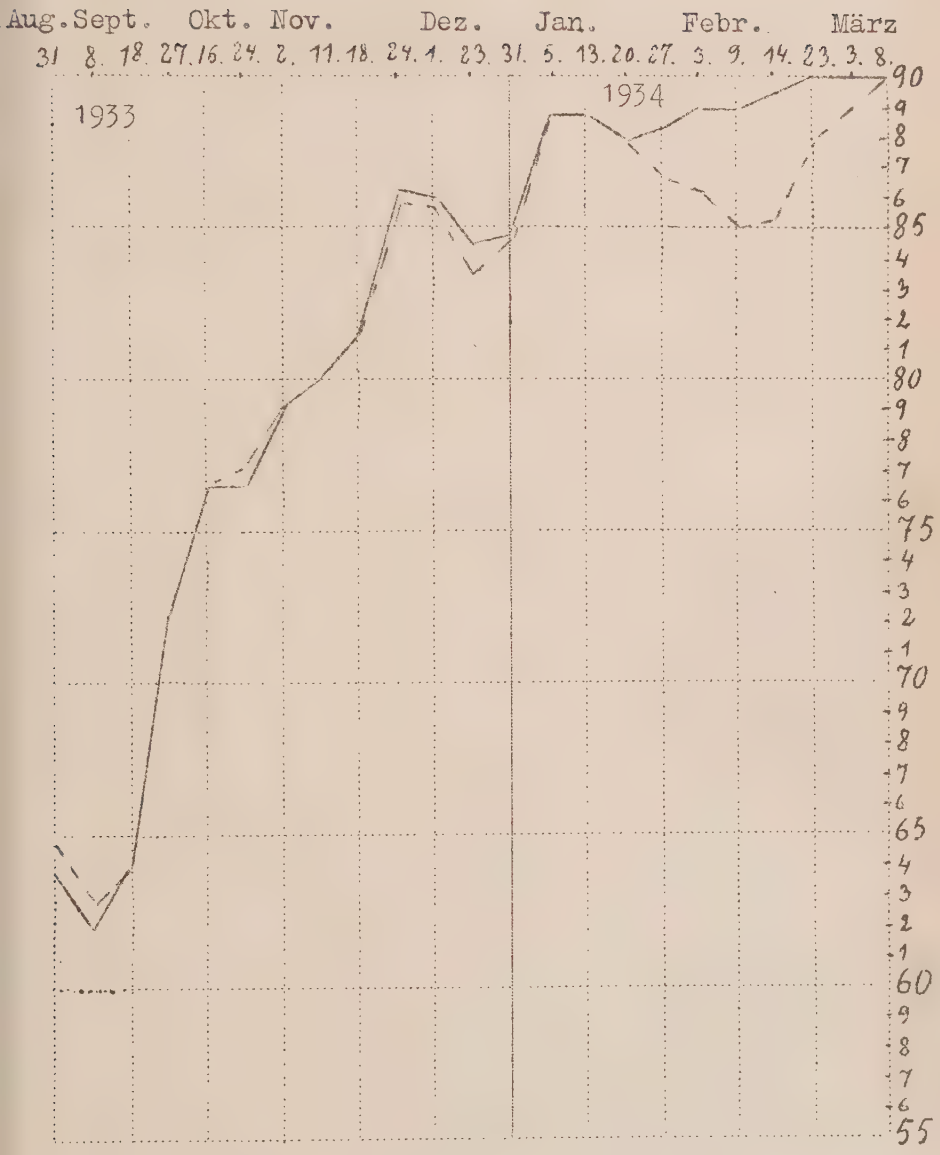

Nov. Dez. Jan. Febr. März April Mai Juni Juli Aug. Sept. Mai Juni Mai
11. 16. 23. 30. 7. 14. 20. 28. 4. 6. 18. 25. 1. 8. 15. 22. 28. 8. 15. 28. 4. 13. 15. 31. 6. 14. 21. 28. 4. 7. 23. 1. 29. 6. 13. 16. 3.11. 31,12 9. 16. 21. 30. 6. 10. 27. 11,7. 7. 10. 6,7.
1929
1930
1931
1932
Bonn v. 26
Bonn v. 29
95
90
85
80
75
70
65
60

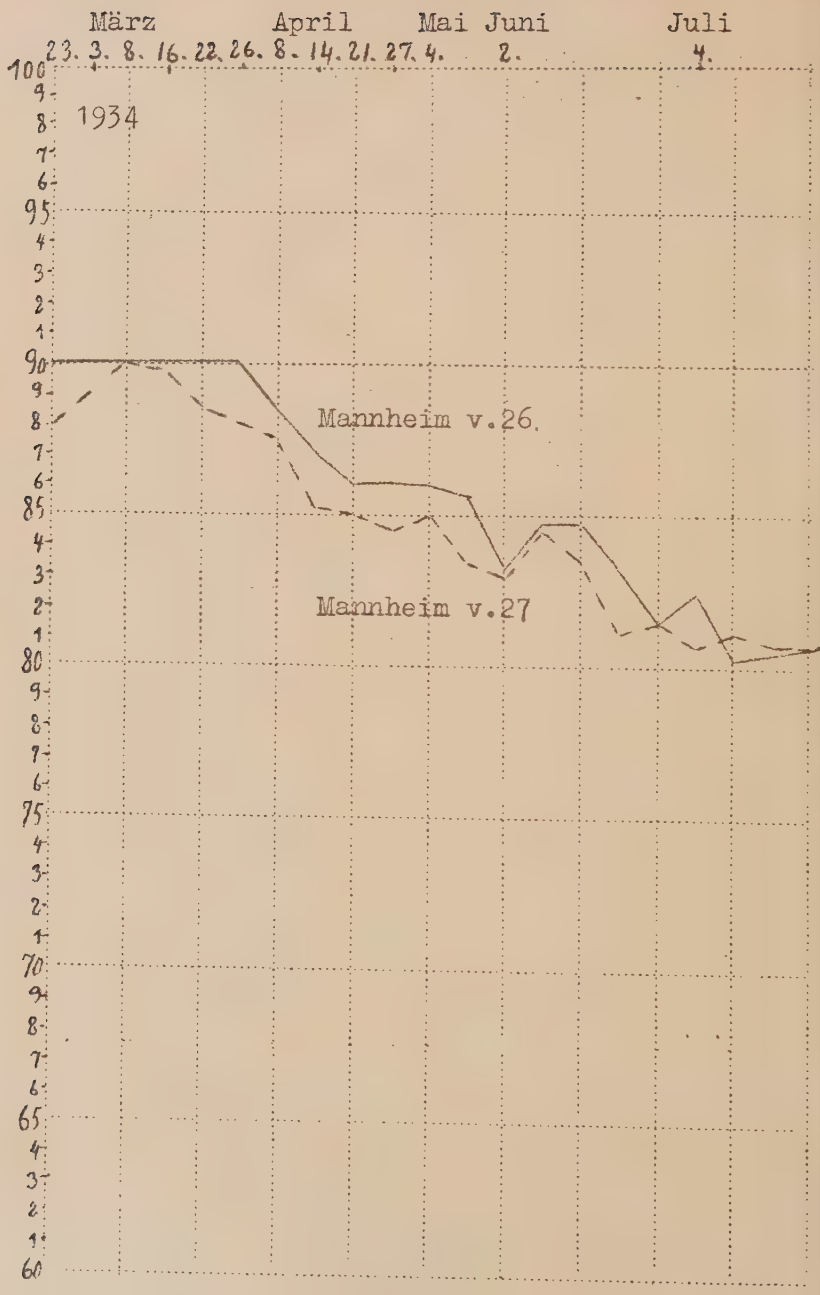

11,7. Mai Aug. Sept. Okt. Nov. Dez. Jan. Febr. 18,3. April Juni Aug. 29.9. Okt. Nov.
27. 7. 10. 6. 7. 5. 20. 27. 2. 9. 13. 24. 30. 6. 13. 20. 25. 2. 12. 19. 25. 3. 16. 22. 31. 5. 13. 3. 10. 24. 1. 7. 27. 5. 10. 15. 20. 4. 17. 18. 25. 7. 14. 21. 27. 4. 11. 17. 24.
1932
1933
85
80
75
70
65
60
55
50
45
Bonn v. 26
Bonn v. 29

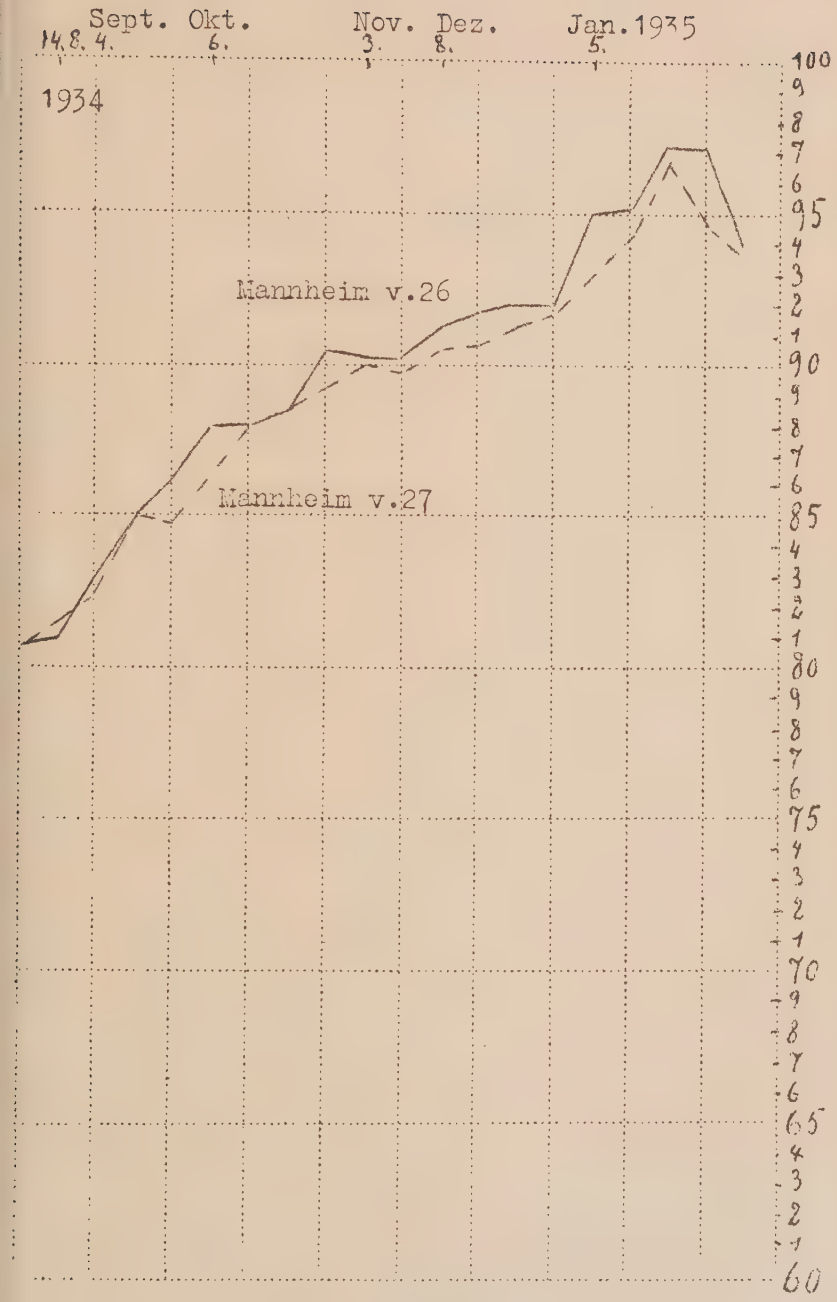

Nov. Dez. Jan. Febr. März April Mai Juni Juli Aug. Sept. Okt. Nov. Dez. Jan.
17. 24. 2. 9. 16. 23. 30. 6. 13. 20. 27. 2. 10. 17. 24. 3. 10. 15. 22. 29. 6. 13. 27. 4. 2. 6. 7. 11. 6. 3. 1. 5.
1933
1934
1935
Bonn v.26
Bonn v.29
95
90
85
80
75
70
65
60


Juli Aug. Sept. Okt. Nov. Dez. Jan.
1932
1933
Mannheim v.26
Mannheim v.27


Jan. Febr. März April Mai Juni Juli Aug.
25. 4. 18. 3. 11. 18. 28. 8. 15. 20. 27. 31. 13. 23. 30. 3. 11. 17. 24 17. 31.
1933
Mannheim v.26
Mannheim v.27


Aug. Sept. Okt. Nov. Dez. Jan. Febr. März
31 8. 18. 27. 16. 24. 2. 11. 18. 24. 1. 23. 31. 5. 13. 20. 27. 3. 9. 14. 23. 3. 8.
1933
1934
90
85
80
75
70
65
60
55


März
April
Mai
Juni
Juli
23. 3. 8. 16. 22. 26. 8. 14. 21. 27. 4. 2. 4.
1934
Mannheim v.26.
Mannheim v.27


Sept. Okt. Nov. Dez. Jan. 1935
14.8. 4. 6. 3. 8. 5.
1934
Mannheim v.26
Mannheim v.27
100
95
90
85
80
75
70
65
60

Jahre 1932 zeigten diese Anleihen dann auch im weiteren Verlauf die Einwirkung der höheren Tilgung noch deutlicher und regelmäßiger als die Koblenzer Anleihen. Die 1926er Bonner Anleihe mit Tilgungsbeginn im Jahre 1926 zu 2,5 % behält auch bei größeren Kursschwankungen meist Abstand zur 1929er Anleihe mit Tilgungsbeginn zum 1.10.29 zu 2 %. Zur Bestätigung der bei 2 Anleihen gemachten Erkenntnisse seien zum Schluß noch die Mannheimer Anleihen angeführt. Große und länger anhaltende Höherbewertung ergibt sich nur, wenn die in der Tilgung weiter fortgeschrittene 1926er Anleihe oben liegt.

Es ist nun interessant, daß bei den Duisburger Anleihen, bei denen die 1926er bis 1957 und die 28er schon bis 1952 zu tilgen sind, sich kein Unterschied bemerkbar macht oder doch nur tagweise ganz minimal bis zu höchstens ½ % zugunsten der einen oder der anderen Anleihe. Wir wissen, daß die Kursbildung dieser Anleihen nicht so sehr unter dem Einfluß der Tilgungsbedingungen, als vielmehr der minderen Bonität infolge der Vorfälle bei den Zinszahlungen im Jahre 1932 stand. Die schlechte finanzielle Lage der Stadt Duisburg bewirkte, daß ihre Anleihen 1934 5 % und mehr unter der Mannheimer Anleihe von 27 und der Bonner Anleihe von 29 lagen.

Zusammenfassend können wir also sagen, daß
1. schon 15 Jahre vor der letzten Tilgung bei einer Gesamtlaufzeit von 20 Jahren eine sehr deutliche Einwirkung der Tilgung festzustellen ist. Die schon mit 3 oder 4 Jahresraten getilgten Anleihen weisen nämlich einen ziemlichen Vorsprung vor Anleihen auf die noch nicht diesen Vorzug genießen.

Es macht sich 2. ein Kursvorsprung der Anleihe bemerkbar, deren Tilgungssatz um nur weniges (etwa 1-2 %) höher ist als der der Vergleichsanleihe, die zu der Zeit mit 2-3 % getilgt wurde.

2. Unterbrechung der Tilgung durch verspätete Zahlung und mehrjährige Stundung.

Auch bei der Tilgung kam es ähnlich wie bei den Zinsen zu verspäteten Zahlungen rückständiger Tilgungsfälligkeiten, wie z.B. bei der Dresdner Anleihe von 26,I, für die die Amortisation für 1932 erst einige Zeit später (1) gezahlt wurde (2). Bei den langfristigen Anleihen der Stadt Dresden wurde mit den Gläubigern der Stadt im Jahre 33 auf Grund des Obligationengesetzes eine Tilgung der Stundungsraten bis zum 30. Juni 1936 vereinbart (3).

Wie weit sonst noch bei den langfristigen Stadtanleihen Tilgungsaussetzungen vorgekommen sind, entzieht sich der Kenntnis der Öffentlichkeit. Manchmal erfährt man zufällig von solchen Rückständen, wie der folgende Fall zeigt: In einer Pressekonferenz machte der stellvertretende Stadtkämmerer der Stadt Frankfurt/M. Mitteilungen über die finanziellen Auswirkungen des Umschuldungsgesetzes vom 21.9.33. In dem von dieser Sitzung wiedergegebenen Bericht heißt es nebenbei, daß „die Frankfurter

---

1) Frankfurter Ztg.vom 10.3.33.
2) Die Begleichung der Rückstände wurde übrigens ermöglicht durch Verkauf des Besitzes der Stadt an Reichsneubesitzanleihe (Frankfurter Ztg.vom 10.3.33), die in Höhe von RM 60 Millionen im Jahre 1930 zu einem Durchschnittskurse von 13 ½ % aus bisher nicht aufgeklärten Gründen erworben wurden. (Frankfurter Ztg.v.15.10.33). Nach Meldungen im selben Blatt v.15.2.33 scheint der Verkaufspreis 9 % betragen zu haben, was der Stadt also für ihre Spekulationslust einen Verlust von rund 2,7 Millionen eingebracht haben dürfte.
3) Im einzelnen behandelt im Zusammenhang mit den Gläubigerversammlungen der Stadt Dresden unter dem Kapitel Obligationengesetz, S. 175.

Schatzanweisungen von 31, die bisher noch nicht an der Börse eingeführt sind, mit ihren bereits fällig gewesenen und in den nächsten zwei Jahren weiter fällig werdenden Tilgungsraten von jährlich 4 Millionen in das Umschuldungsverfahren einbezogen" (1) würden.

Die Stadt Dresden, die für sich den Vorzug der Tilgungsaussetzung von ihren Gläubigern erwirkte, schadet nicht nur ihrem finanziellen Ruf, sondern auch dem der gesamten Gemeinden. Das allmählich wiedergekehrte Vertrauen in die Vertragswürdigkeit wurde nicht nur aufs neue erschüttert, und die Kursbewegung psychologisch gehemmt, sondern man beraubte auch die Kurse durch die Aussetzung der Tilgung der natürlichen Stütze.

3. Die Auszahlung der fälligen Tilgungsbeträge.

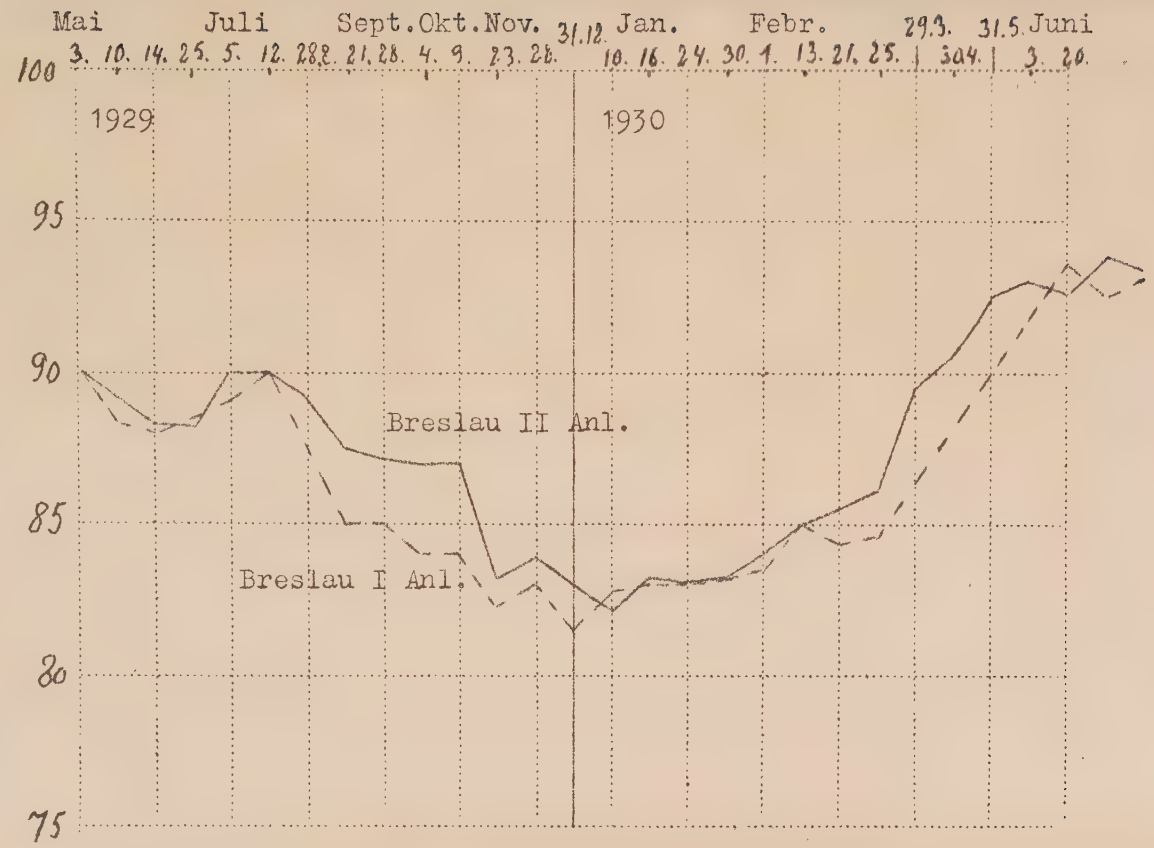
aa) Kursverlauf von Auslosungs- und Rückkaufsanleihen.

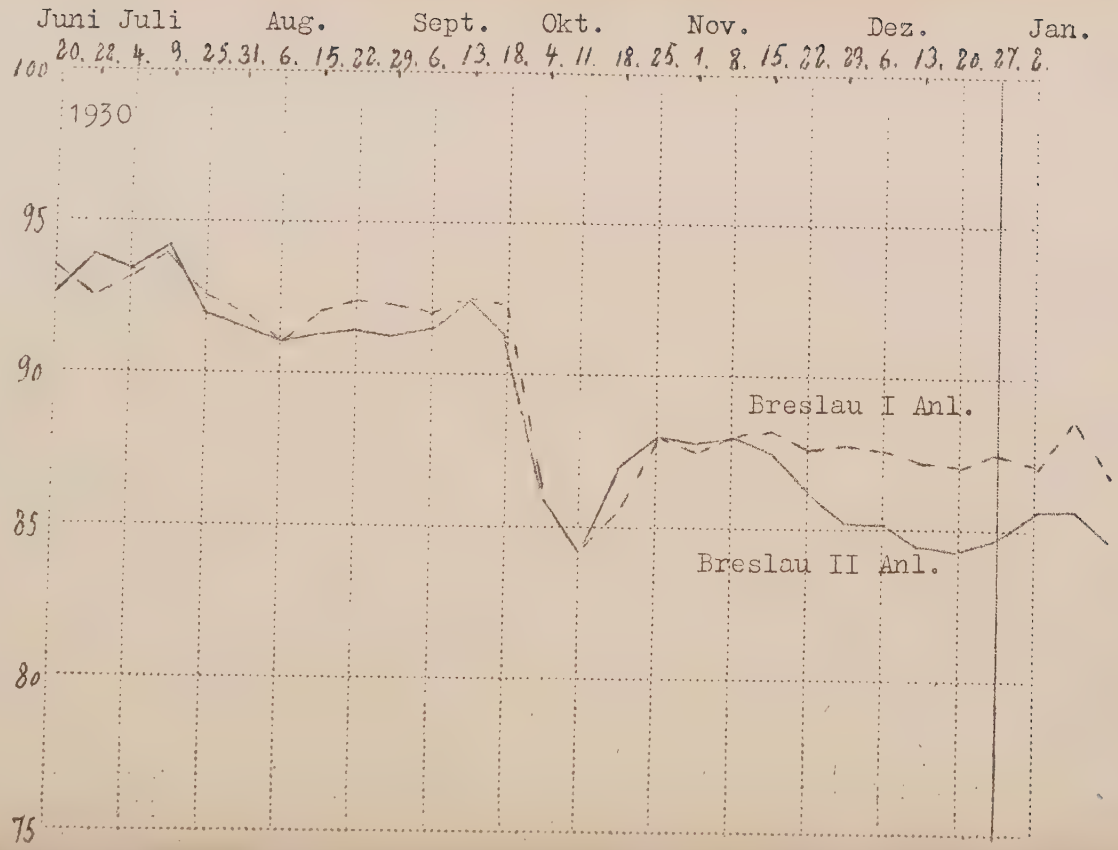
Von der bei den Auslosungsanleihen allgemein üblichen Berechnung des Tilgungsgewinnes bzw. Tilgungsverlustes unter Zugrundelegung des mittleren Verfalltages wurde hier abgesehen. Kann schon die theoretische Berücksichtigung der Tilgungschance durch vorzeitigen Verkauf leicht illusorisch werden, so wird die Effektivverzinsung, die sich aus einer Vorverlegung des Fälligkeitstermines errechnet, für den einzelnen Anleihebesitzer nur in Ausnahmefällen verwirklicht werden. Darum wurde die bei den Rückkaufsanleihen gewohnte Annahme des letzten Tilgungsjahres zugrundegelegt.

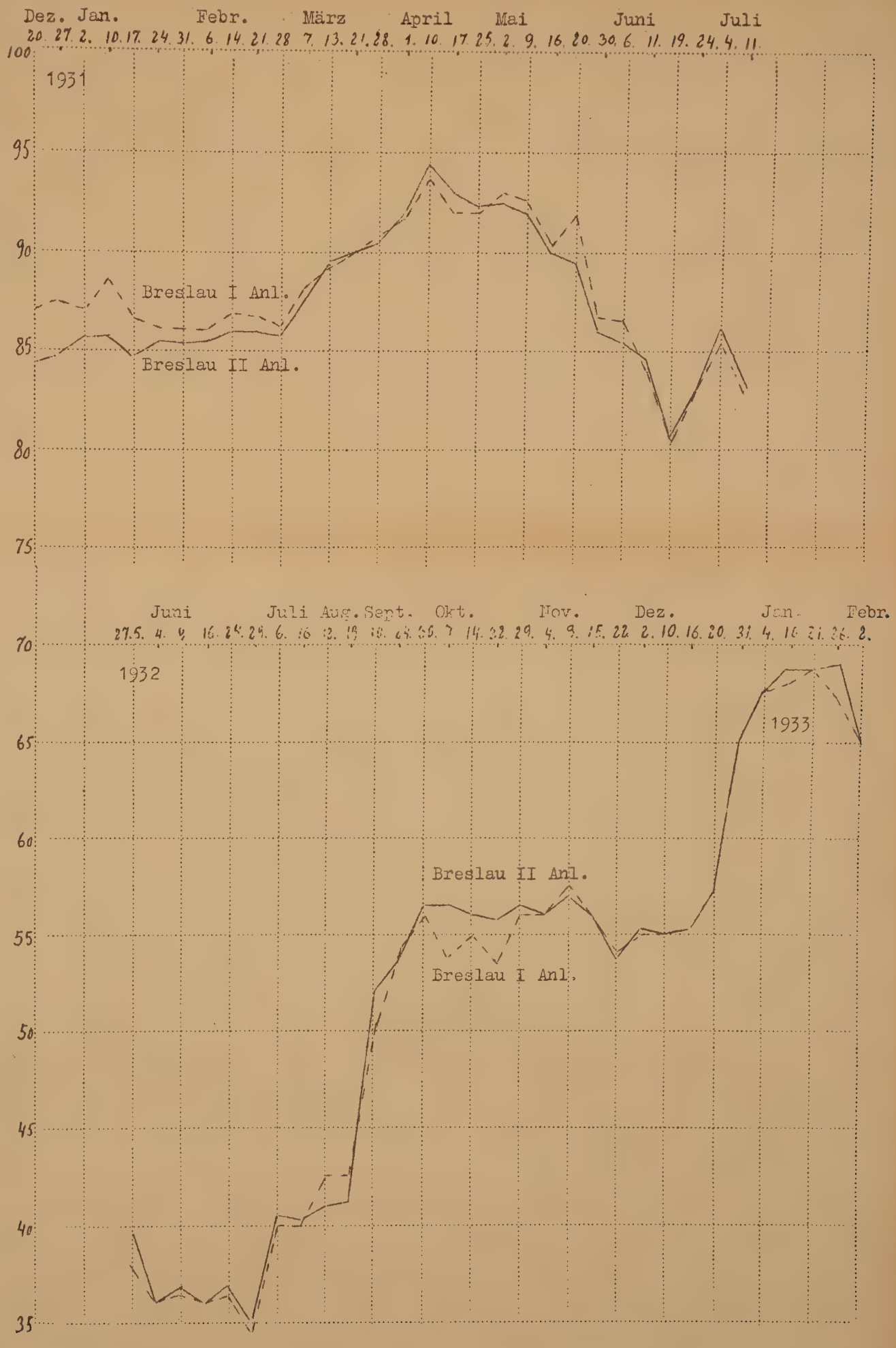
Unter den Stadtanleihen befinden sich einige Emissionen, die sich zu einem Vergleich sehr gut eignen. Da sind zunächst die Breslauer Anleihen von 28, die sich in den Tilgungsbedingungen genau gleichen. Von beiden Anleihen wurden für die verflossene

---

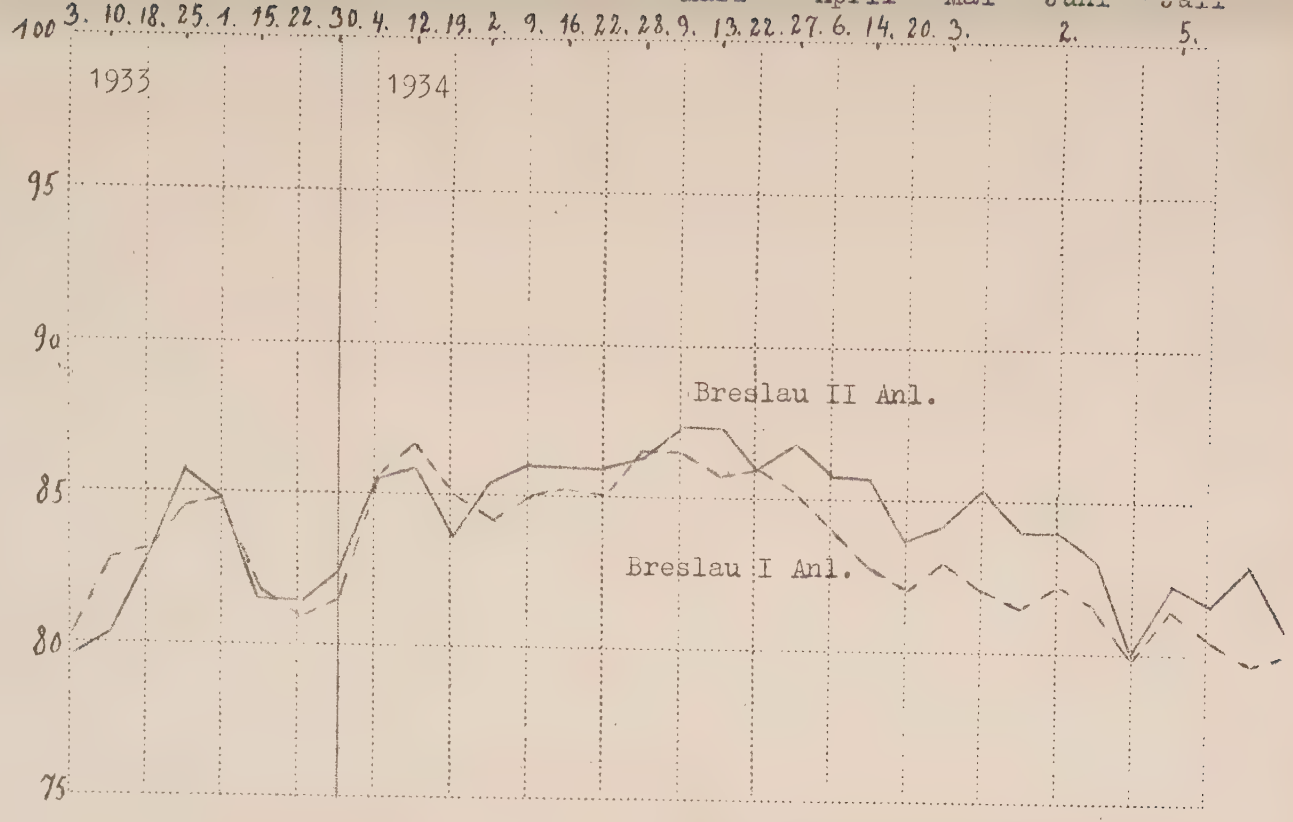
1) Frankfurter Ztg. vom 30.9.33, 729.

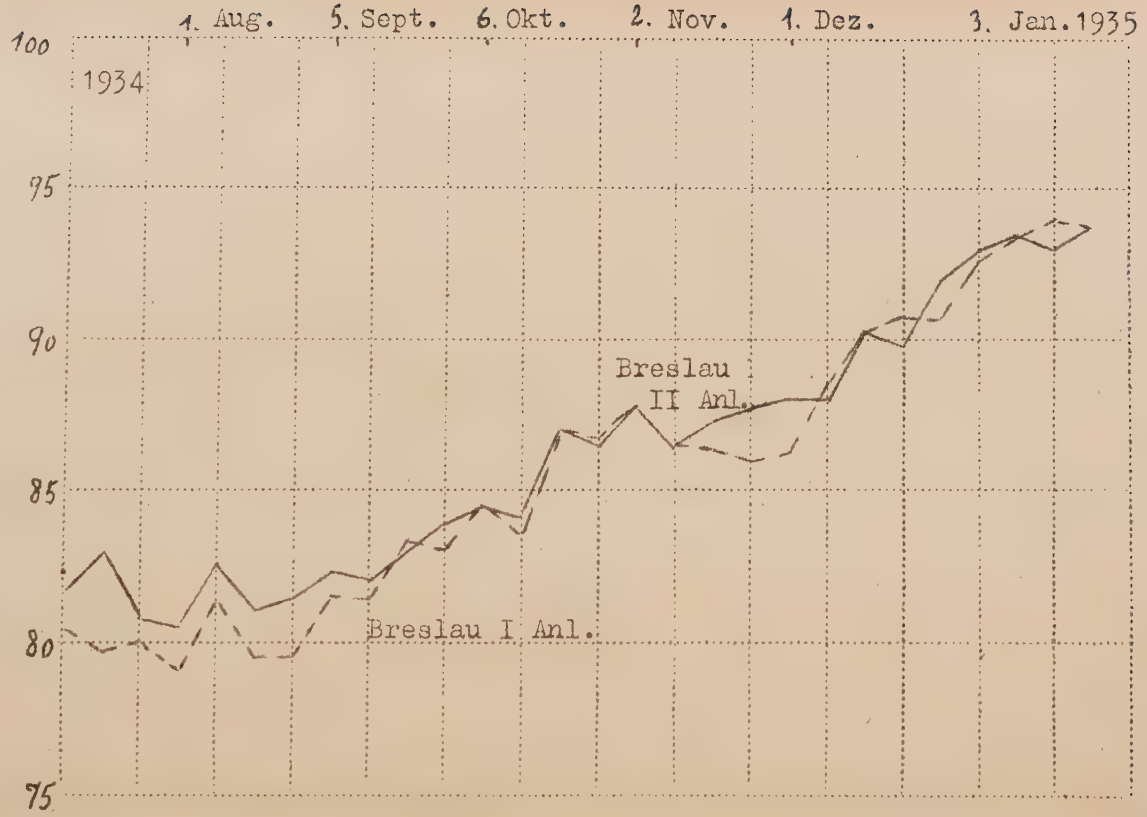

Mai
Juli
Sept.
Okt.
Nov.
31.12
Jan.
Febr.
29.3.
31.5.
Juni
3. 10. 14. 25. 5. 12. 28. 8. 21. 28. 4. 9. 23. 28. 10. 16. 24. 30. 1. 13. 21. 25. 3.4. 3. 20.
100
95
90
85
80
75
1929
1930
Breslau II Anl.
Breslau I Anl.

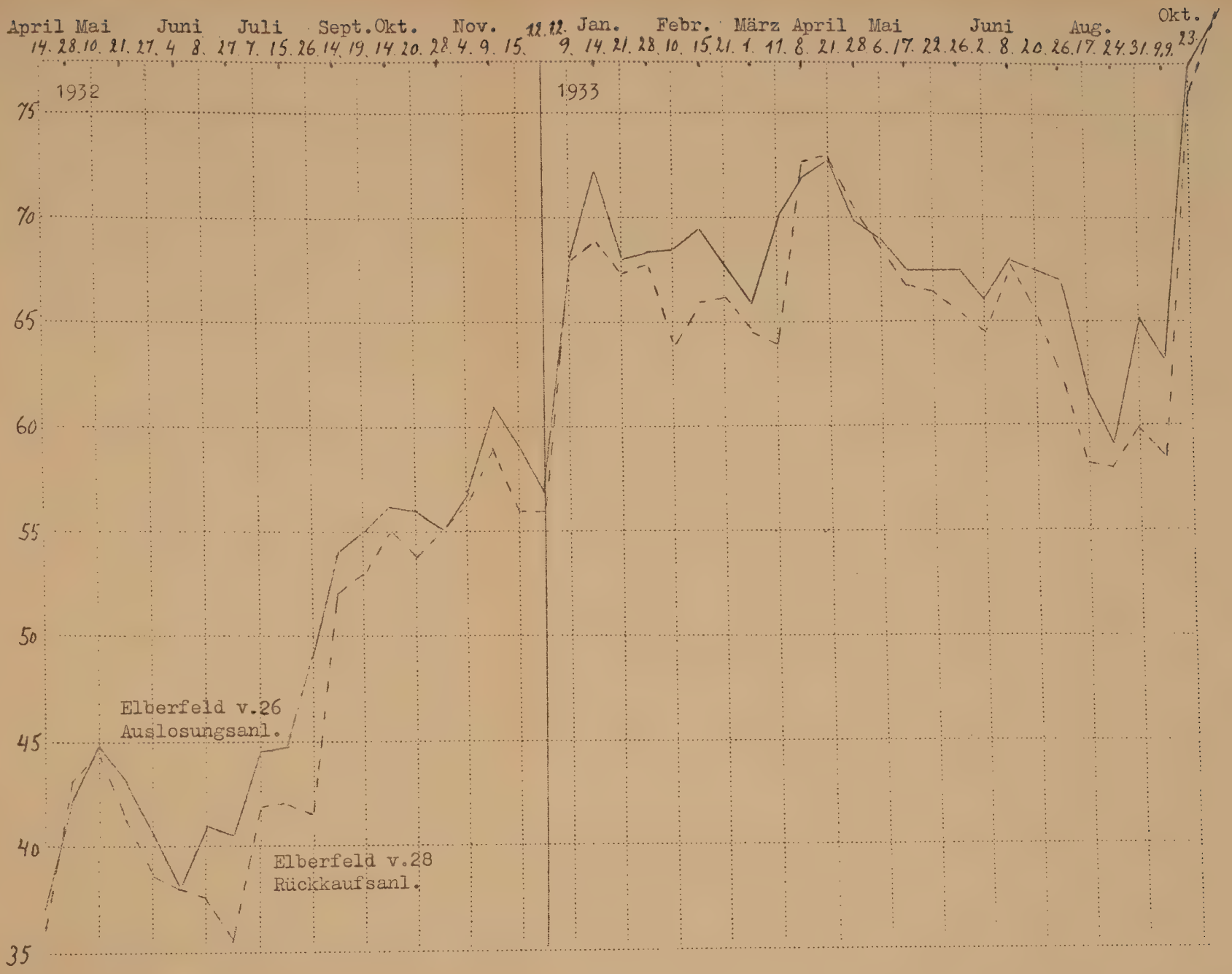

Juni Juli Aug. Sept. Okt. Nov. Dez. Jan.
20. 27. 4. 9. 25. 31. 6. 15. 22. 29. 6. 13. 18. 4. 11. 18. 25. 1. 8. 15. 22. 29. 6. 13. 20. 27. 2.
100
95
90
85
80
75
1930
Breslau I Anl.
Breslau II Anl.

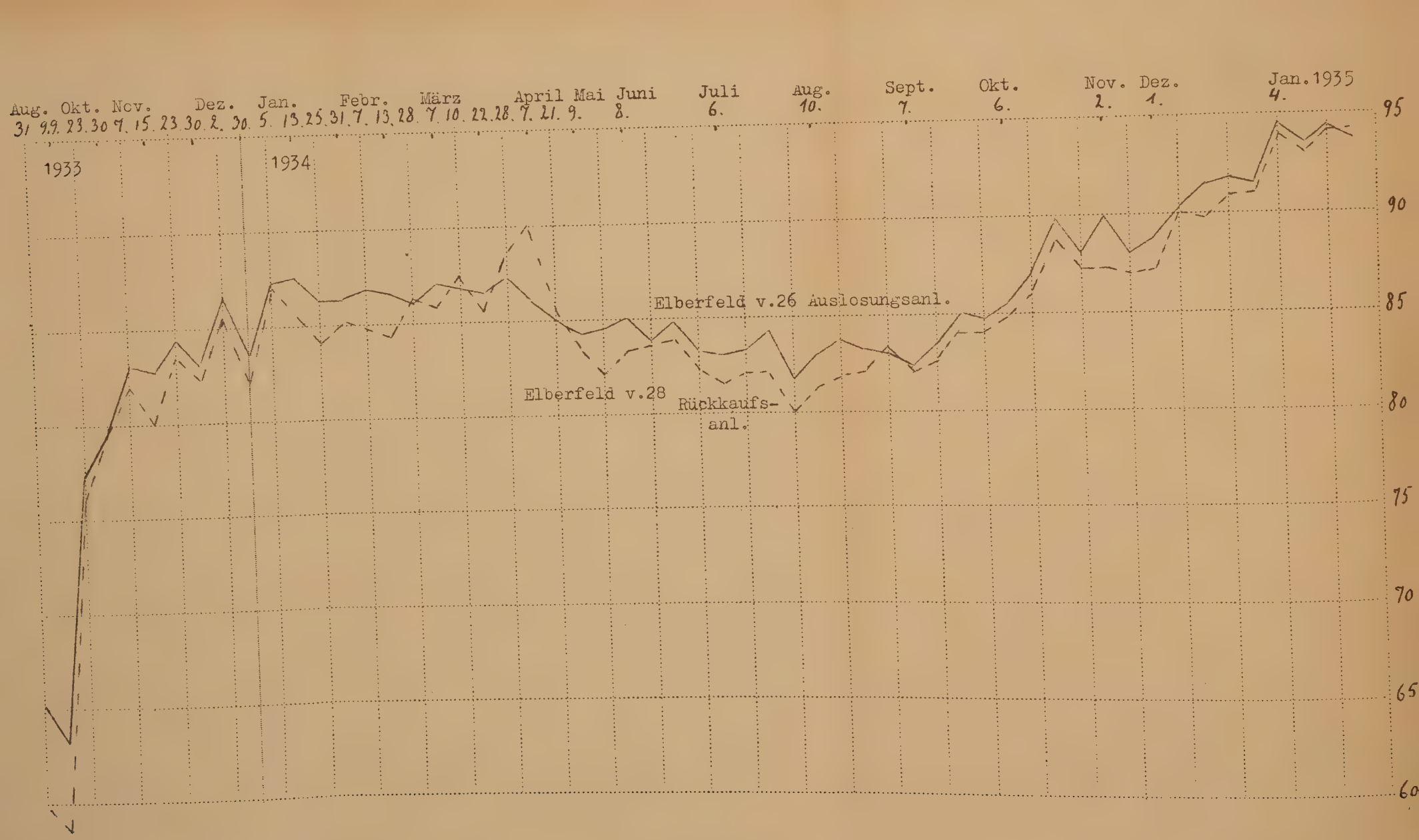

Dez. Jan. Febr. März April Mai Juni Juli
20. 27. 2. 10. 17. 24. 31. 6. 14. 21. 28. 7. 13. 21. 28. 1. 10. 17. 25. 2. 9. 16. 20. 30. 6. 11. 19. 24. 4. 11.
100
95
90
85
80
75
1931
Breslau I Anl.
Breslau II Anl.
Juni Juli Aug. Sept. Okt. Nov. Dez. Jan. Febr.
27.5. 4. 9. 16. 24. 29. 6. 16. 22. 29. 7. 14. 22. 29. 4. 9. 15. 22. 2. 10. 16. 20. 31. 4. 10. 21. 26. 2.
70
65
60
55
50
45
40
35
1932
1933
Breslau II Anl.
Breslau I Anl.

Jan. Febr. März April Mai Juni Juli Aug. Sept. Okt. Nov.
21. 26. 2. 11. 14. 25. 10. 13. 8. 21. 29. 11. 18. 24. 2. 7. 16. 23. 7. 13. 20. 26. 10. 14. 2. 6. 30. 27. 2. 6. 13. 21. 3.
100
95
90
85
80
75
70
65
60
55
50
1933
Breslau I Anl.
Breslau II Anl.


100
95
90
85
80
75
3. 10. 18. 25. 1. 15. 22. 30. 4. 12. 19. 2. 9. 16. 22. 28. 9. 13. 22. 27. 6. 14. 20. 3. 2. 5.
1933
1934
Breslau II Anl.
Breslau I Anl.


1. Aug.
5. Sept.
6. Okt.
2. Nov.
1. Dez.
3. Jan. 1935
100
95
90
85
80
75
1934
Breslau
II Anl.
Breslau I Anl.


April Mai Juni Juli Sept. Okt. Nov. Jan. Febr. März April Mai Juni Aug. Okt.
14. 28. 10. 21. 27. 4. 8. 27. 7. 15. 26. 14. 19. 14. 20. 28. 4. 9. 15. 11. 12. 9. 14. 21. 28. 10. 15. 21. 1. 11. 8. 21. 28. 6. 17. 23. 26. 2. 8. 20. 26. 17. 24. 31. 9. 9. 23.
1932
1933
75
70
65
60
55
50
45
40
35
Elberfeld v.26
Auslosungsanl.
Elberfeld v.28
Rückkaufsanl.


Aug. Okt. Nov. Dez. Jan. Febr. März April Mai Juni Juli Aug. Sept. Okt. Nov. Dez. Jan. 1935
31 9.9. 23.30 7. 15. 23. 30. 2. 30. 5. 13. 25. 31. 7. 13. 28. 7. 10. 22. 28. 7. 21. 9. 8. 6. 10. 7. 6. 2. 1. 4.
1933
1934
Elberfeld v.26 Auslosungsanl.
Elberfeld v.28 Rückkaufs-anl.
95
90
85
80
75
70
65
60

Laufzeit von Mai 1929 bis Januar 1935 Durchschnittskurse (1) gebildet, weil der Kursablauf allein wegen des dauernden Ineinandergreifens der Anleihen kein klares Bild ergab. Die Durchschnittskurse betrugen für die einzelnen Jahre bei der

	Breslauer Anleihe v. 1928 Rückkaufsanleihe (Serie 1)	Breslauer Anleihe v. 1928 Auslosungsanleihe (Serie 2)
1929	84,67	86,62
1930	88,66	88,30
1931	87,80	87,41
1932	47,20	47,59
1933	68,19	67,85
1934	83,83	84,89
	460,35	462,66

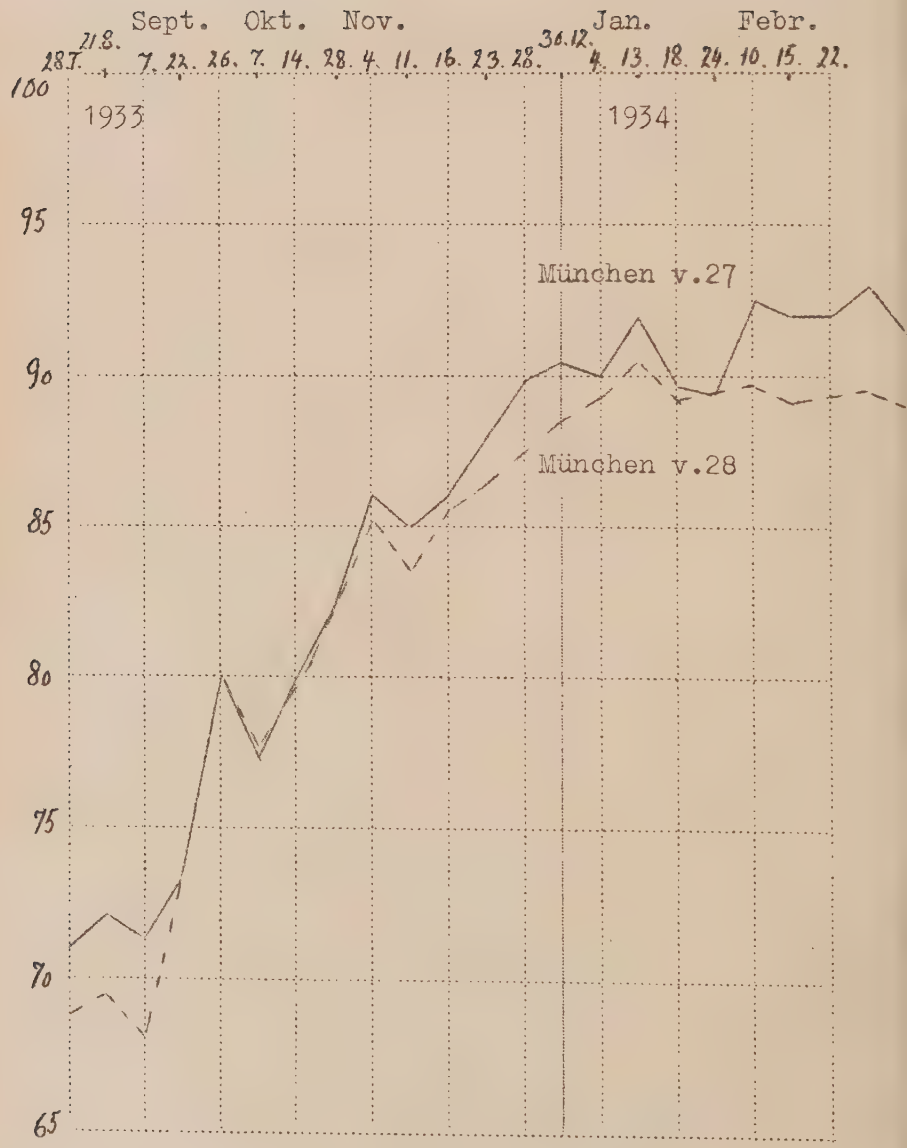
Hieraus ergibt sich ein Gesamtkurs von 76,73 % für die Rückkaufsanleihe und von 77,11 % für die Auslosungsanleihe und mithin ein Kursabstand von 0,38 % zugunsten der Auslosungsanleihe.

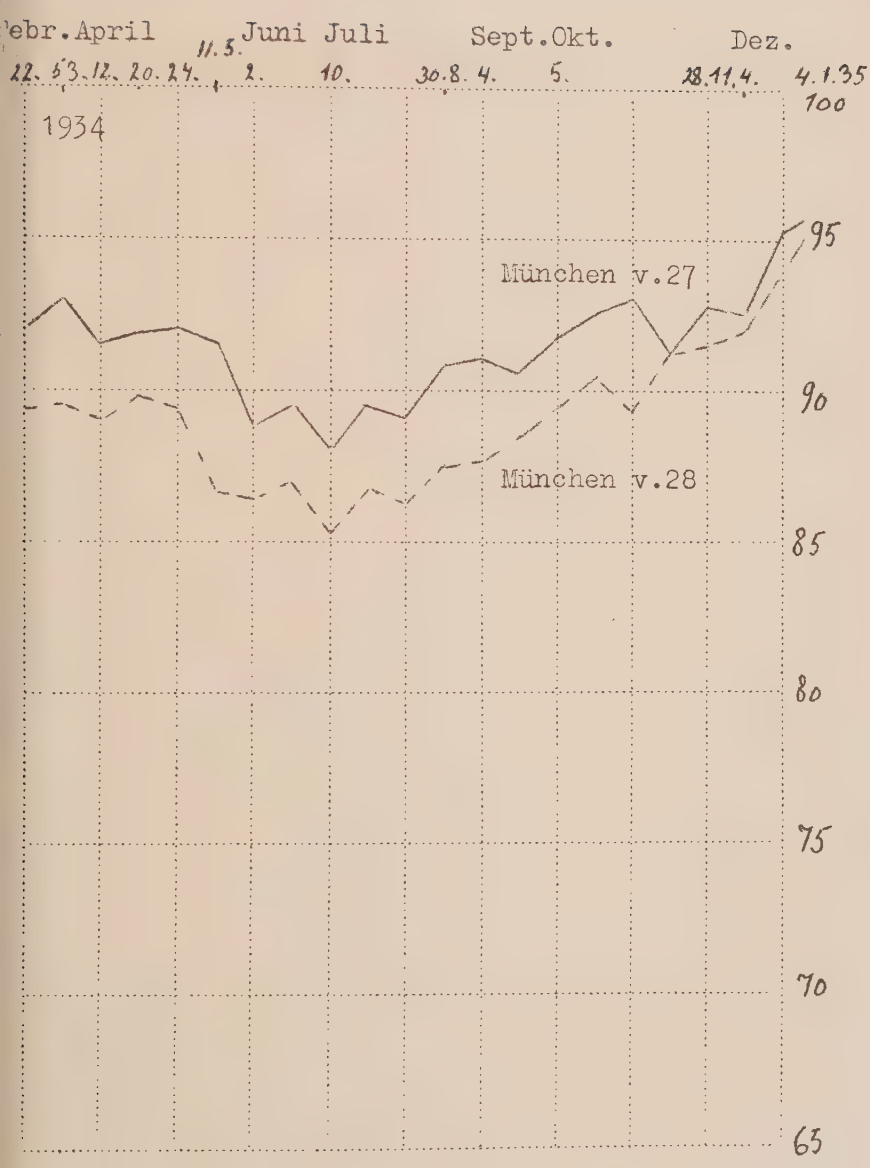
Auch die ehemaligen 7 und 8 %igen Elberfelder Anleihen von 26 und 28 sind zu einem Vergleich ab 1932 wohl geeignet, da der Rückzahlungstermin der Rückkaufsanleihe (1949) nur zwei Jahre später liegt als der der Auslosungsanleihe (1947). Das ist auf den etwas geringeren Tilgungssatz (hier nur 2 % anstatt 2,25 %) und den hinausgeschobenen Tilgungsbeginn (hier 1.10.29 gegenüber 1.7.27) zurückzuführen. Das Schaubild zeigt, daß die Auslosungsanleihe, von Ausnahmen abgesehen, den höheren Kurs hat. Ein Durchschnittskurs würde um Prozente dem der Rückkaufsanleihe überlegen sein.

Ein weiteres Beispiel bieten uns die ehemalige 7 %ige Münchener Rückkaufsanleihe von 28 und die 6 %ige Auslosungsanleihe derselben Stadt von 27, bei denen das letzte Tilgungsjahr 1953 ist. Seit

---

1) Errechnet auf Grund von wöchentlichen Kursen des Samstags oder des letzten vorhergehenden Tages, an dem beide Anleihen eine Notiz hatten.


Sept. Okt. Nov. Jan. Febr.
28.7. 21.8. 7. 22. 26. 7. 14. 28. 4. 11. 16. 23. 28. 30.12. 4. 13. 18. 24. 10. 15. 22.
100
95
90
85
80
75
70
65
1933
1934
München v.27
München v.28


ebr. April
22. 5 3. 12. 20. 24.
11.5.
Juni Juli
2.
10.
Sept. Okt.
30.8. 4.
5.
Dez.
28.11.4.
4.1.35
100
1934
95
München v.27
90
München v.28
85
80
75
70
65

Juli des Jahres 1933 - erst zu diesem Termin wurde die 7 %ige Anleihe von 28 an der Berliner Börse eingeführt - konnte die Rückkaufsanleihe erst einmal die Auslosungsanleihe überflügeln.

Aus den drei angeführten Beispielen, den einzigen, die zu einem Vergleich geeignet sind, ergibt sich, daß die Auslosungsanleihen jeweils im Kursverlauf bzw. im Kursdurchschnitt mehr oder weniger über den Rückkaufsanleihen notieren, und zwar, das ist das Bemerkenswerte, schon gleich nach Anfang des Tilgungsbeginns bei einem verhältnismäßig niedrigen Tilgungssatz von 2-2 ½ %.

Diese Tatsache steht im Gegensatz zu den Ergebnissen Wolfgangs, die er folgendermaßen zusammenfaßt: „Solange der Tilgungsbeginn im Verhältnis zum laufenden Ertrage nicht bedeutend ist, notieren die Rückkaufsanleihen etwas über den Auslosungsanleihen" (1).

bb) Die Kursbildungsfaktoren auf Grund des Auslosungs- oder Rückkaufscharakters bei Stadtanleihen.

Die vom Schuldner jährlich zu tilgenden Anleihebeträge können entweder durch Auslosung oder auf eine Art, bei der dem Emittenten die wahlweise Möglichkeit sowohl der Auslosung als auch des Rückkaufs am Markte offen steht, aus den Händen der Gläubiger zurückerworben werden. Bei den Auslosungsanleihen müssen also die Stücke zu 100 % oder zu dem manchmal etwas höheren Satz amortisiert werden, während bei dem alternativen Tilgungsverfahren der Rückkauf zu dem jeweiligen Tageskurse und meistens nur zu Pari vorgenommen wird, wenn dieser über 100 % liegt (2).

---

1) Wolfgang, Kursbildung am Rentenmarkt, a.a.O. S.102
2) Die Stadt Pforzheim wurde als einzige bekannt, die die Tilgungsquote ihrer beiden Anleihen von 26 u. 27, obwohl als Rückkaufsanleihen in den

Es wurde schon im vorhergehenden Kapitel ein Vergleich der Anleihen vorgenommen, die mit diesen unterschiedlichen Tilgungsmodalitäten ausgestattet sind. Es konnte dabei festgestellt werden, daß zwei der Auslosungsanleihen fast dauernd wesentlich besser notierten als die Rückkaufsanleihe. Bei einer Anleihe fand ein dauerndes Überschneiden der Kurse statt, wobei im Durchschnitt allerdings auch die Auslosungsanleihe um den Bruchteil eines Prozentes höher notierte. Aber dieser kleine, nur durchschnittliche Kursvorsprung bringt nicht genügend den inneren Wert der Auslosungsanleihe zum Ausdruck. Dieser beruht nämlich in der 100 %igen Rückerstattung des investierten Kapitals. Auch der Emittent ist nicht in der Lage, für die starke Belastung, die er im Vergleich mit den Rückkaufsanleihen auf sich nimmt, einen Ausgleich in Gestalt eines höheren Begebungskurses zu erzielen (1). Die Gründe dafür, daß in dem einen Beispiel die Auslosungsanleihe sehr oft unter der Rückkaufsanleihe liegt, sind in folgendem zu suchen:

Schon an anderer Stelle wurde betont, daß der Wert der Anleihen wesentlich durch die Nachfrage bestimmt wird. Bei dieser Breslauer Auslosungsanleihe liegen nun scheinbar die Marktverhältnisse schlecht. Obwohl der Charakter dieser Anleihe auf das Durchhalten des Besitzes bis zur Auslosung hinweist, ergibt sich diese ungünstige Marktlage, weil viel Material aus schwachen Händen an die Börse kommt.

Natürlich wird dieser Zustand einmal durch das Fehlen jeglicher Tilgungsankäufe verursacht. Sodann spielt die mangelnde technische Kurspflege eine

---

Listen stehend, zu 50 % durch Auslosung zur Auszahlung brachte. (Lt.Bekanntmachung v.26.5.33).

1) Bei einem Vergleich mit den Stadtanleihen kann fast für jede Auslosungsanleihe eine Rückkaufsanleihe angeführt werden, die einen zumindest ebenbürtigen Kurs aufweist.

Rolle. Entschließen sich die Städte bei Rückkaufsanleihen schon eher zu einer Marktpflege, indem von den kursmäßig anfallenden Gewinnen aus Unterpariankäufen ein Teil abgespalten wird, so fehlt diese natürlicherweise bei den Auslosungsanleihen infolge der 100 %igen Ausschüttung des Kapitalbetrages. Wenn dem entgegengehalten wird, daß „die Marktpflege durch die Verlosungschance zum erheblichen Teil automatisiert wird, da mit zunehmender Entfernung des Börsenkurses vom Auslosungskurse auch der Reiz zum Erwerb des betreffenden Rentenpapieres wächst" (1), so wird diese dem inneren Wert entsprechende selbsttätige Marktpflege der technischen aus der augenblicklichen Situation des Marktes heraus notwendigen, noch nicht gerecht.

Die automatische Kursregelung durch die Verlosungschance hat aber im übrigen ihren Zweck erfüllt. Die betreffenden Anleihen stehen nämlich selbst zur Zeit des niedrigsten Kursstandes in der erörterten günstigen Relation zu den Rückkaufsanleihen, obwohl es wahrscheinlich ist, daß die letzteren verstärkten Rückkäufen unterworfen waren. Diese Tatsache des beständigen Kursverhältnisses steht im Gegensatz z.B. zu dem Gebiet der Industrieobligationen, bei denen die Auslosungsanleihen in den vergangenen Jahren niedrigster Kursbewertung gegenüber den Rückkaufsanleihen zurücklagen (2).

Nur ganz vereinzelt und vorübergehend kommt es dagegen auch vor, daß die Auslosungsanleihen durch die immanenten Verlosungschancen einen stärkeren Halt bekommen und infolgedessen gegenüber den Rückkaufsanleihen einen größeren Kursvorsprung erhalten oder einen allgemeinen Rentenniedergang nicht mitmachen (3).

1) H.R., Auslosung oder Rückkauf in: Der Deutsche Ökonomist Nr.1 S.16.
2) Vgl.Hochrein, E., Die Form der Anleihetilgung, in Die Deutsche Volkswirtschaft Nr.1, 1934, S. 21/22.
3) Vgl. Frankfurter Ztg. v.11.7.1911.

Aus dem Charakter der Auslosungsanleihe ergibt sich außerdem ganz von selbst, daß ihr Niveau Unebenheiten aufweist, die sich insbesondere um die Auslosungszeit herum häufen. Spekulanten benutzen einen verhältnismäßig niedrigen Kursstand, um kurz vor dem Termin in Frage kommende Anleihen zu kaufen. Diese werden dann mitunter unter der plötzlichen Nachfrage in die Höhe getrieben (1). Finden ihre Hoffnungen auf Auslosung keine Bestätigung, so versuchen sie möglichst schnell wieder abzustoßen. Dadurch sinkt der Kurs der Anleihe dann ebenso schnell wieder; siehe z.B. die Elberfelder Auslosungsanleihe von 1926 im Januar 1933, bei der diese Bewegung ziemlich stark zutage tritt. Nicht so augenscheinlich ist sie im Januar 1934. Auch die Münchener Anleihe von 27 hat zur Zeit der Auslosung im März 1934 ihren höchsten Stand im ersten Halbjahr. (Vgl.die beiden vorhergehenden Schaubilder).

Wegen der möglichen Nachteile fordert Wolfgang eine Vermeidung der Ausgabe von reinen Auslosungsanleihen (2).

Nun gibt es aber einen Obligationärkreis, der sich nicht abschrecken läßt, sein Geld langfristig in Auslosungsanleihen anzulegen, weil dieser bestimmt weiß, daß vor der Kündigung die Wertpapiere nicht verkauft zu werden brauchen (so z.B. bei den Lebensversicherungen) und dem daher an dem Börsenkurs der Zwischenzeit nichts gelegen ist. Diese Gläubigerinteressen gilt es auch in Zukunft zu pflegen und ihnen einen genügenden Vorrat bereitzuhalten, da unter den augenblicklichen und auch für die nächste Zeit festliegenden Verhältnissen diese Anlagen am ehesten befähigt sind, mit den Einlagen bei Sparkassen in Konkurrenz zu treten, insofern bei beiden eine Pariauszahlung stattfindet. Die

---

1) Vgl. Berliner Börsenberichte v.9.1.33.
2) Wolfgang, E., Der freie Rückkauf bei der Anleihetilgung, in Magazin der Wirtschaft vom 3.4.31 S. 631.

andere Gruppe von Gläubigern, die von vornherein mit der Möglichkeit der Veräußerung rechnen muß, tut gut daran, sich in Rückkaufsanleihen zu engagieren; denn hier liegen die Marktverhältnisse für sie günstiger.

Bei genügend großen Emissionen könnte die Stadt ohne Gefahr der Kurszersplitterung zwei Tranchen auflegen, von denen je eine dem Auslosungs- und Rückkaufstypus angehörte. So fände auch eine Orientierung der beiderseitigen Kurse leichter statt, vielleicht zum Vorteil der Auslosungsanleihe.

In der „führenden nationalsozialistischen Wirtschaftszeitschrift" wurde das Problem der Kapitalwerterhaltung auch erörtert. „Dieses - eigentlich selbstverständliche - Recht, das Geld vollwertig und vollzählig zurückzuerhalten, kann die Form der Anleihetilgung nur durch Rückkauf nicht erfüllen, so kursstützend sie bei geschickter Verteilung auch zu wirken vermag" (1). Darum fordert man die unbedingte Beibehaltung bzw. Einführung der regelmäßigen Auslosung, die „in glücklichster Weise ergänzt werden könnte durch die Zulässigkeit des Rückkaufs" (1). „Es wäre sehr gut denkbar, daß Schuldner hie und da Beträge übrig haben, die für eine nennenswerte Auslosung nicht hinreichen, beim freien Rückkauf indes kursstärkend wirken und so beiden Teilen, dem Schuldner durch Tilgung zum ermäßigten Preis, dem Gläubiger durch Gewährung eines besseren Kurses, wenn er vorzeitig verkaufen muß, nützen"(1).

Hier ergibt sich die Frage, ob diese letztere Möglichkeit rechtlich zulässig ist, da bei den Auslosungsanleihen alle Stücke zu 100 % getilgt werden müssen.

---

1) Hochrein, E., Die Form der Anleihetilgung, in Die deutsche Volkswirtschaft, 1934, I S.23.

cc) Die Inzahlungnahme von Stadtanleihen.

Die vergangenen Krisenjahre brachten es mit sich, daß auch gewisse Städte die zu dieser Zeit fälligen Schulden nicht rechtzeitig, nur teilweise oder überhaupt nicht zurückzahlen konnten. Dieser Zustand wurde mit dadurch bewirkt, daß die Städte mit dem Eingang eines großen Teils ihrer Außenstände nicht rechnen konnten. Im Interesse einer Aufrechterhaltung des wirtschaftlichen Lebens mußte dieser Stillstand überwunden werden. Die Städte hatten nun auf der einen Seite hohe eingefrorene Kapitalsummen ausstehen, und auf der anderen Seite waren sie selbst nicht in der Lage, Schulden zurückzuzahlen. Es fehlte an barem Gelde. Nun fand sich ein Weg, der diesen Mißstand überbrückte, indem er die Städte und ihre Schuldner zusammenführte. Als befriedigendes Hilfsmittel dienten aber nicht bare Gelder, sondern die Anleihen; man zahlte in Natura, und infolgedessen wird die Rückzahlung der Schulden durch Inzahlungnahme von Anleihen auch Naturatilgung genannt. Es kann sein, daß derselbe Schuldner auch zugleich Anleihestücke der Stadt hat und damit ihr Gläubiger ist. Dann wird ihm ein gerechter Ausgleich geboten, da er seine an der Börse unterbewerteten Stücke zu Pari in Zahlung geben kann. Hat er die Anleihe nicht in eigenem Besitz, so kann er sie im Markte aufkaufen. Dadurch wird an der Börse eine erhöhte Nachfrage hervorgerufen, die die Kurse in die Höhe treibt. Die Stadt wird so auch ihre ins Wanken gekommene Kreditfähigkeit stützen und befreit sich zugleich von hochverzinslichen Anleiheschulden, deren Abdeckung zu jeder Zeit in möglichst großem Umfange erwünscht ist (1).

---

1) Es sei hier darauf hingewiesen, daß die Städte in normalen wirtschaftlichen Zeiten ihre Buchschulden nicht mit Anleihen bezahlten. Dieses geschah aber in den Jahren 1933/34 bei vielen Kommunen gelegentlich der Umschuldungsaktion.

Die Intensität der Nachfrage wird sich im wesentlichen danach richten, wie groß der kursmäßige Anreiz des Aufrechnungsverfahrens und der Umfang der zurückzuzahlenden Schulden ist.

Die Städte haben, wie aus der Tabelle am Schluß des Kapitels hervorgeht, den Kreis der durch die Anleihen abdingbaren Schulden unter starker Berücksichtigung ihrer Liquidität gezogen. Dieser Standpunkt bedingte, daß nur solche Außenstände zugelassen wurden, die keine laufenden Einnahmen in den Etats darstellten, oder wenn dieses Prinzip vereinzelt durchbrochen wurde, dann nur in dem Maße, als gewisse Posten eingefroren oder noch nicht fällig waren, oder wenn sie nur geringe Bedeutung im Rahmen des Gesamtetats besaßen. So mußte z.B. die grundsätzliche Zulassung der Bezahlung von Steuern durch Anleihen abgelehnt werden, wenn nicht die Haushaltführung in Unordnung kommen sollte.

Diese Beschränkung ist von manchen Gläubigerkreisen, besonders von den Besitzern fälliger Schatzanweisungen und fälliger, aber noch nicht eingelöster Kupons, nicht ganz zu unrecht bekämpft worden. Sie argumentierten, es entspreche nur gesundem Rechtsempfinden, fällige gegenseitige Forderungen aufzurechnen (1). Unmöglich war es den Städten jedenfalls, dieser Forderung auch nur im geringsten nachzukommen, solange für die Schatzanweisungen keine Tilgungsbeträge in die Etats eingesetzt wurden.

Am weitestgehenden waren die Anrechnungsmöglichkeiten bei den Städten Frankfurt, Magdeburg und Dresden gezogen, bei denen laut Tabelle auf S.163 ff. rückständige Wertzuwachssteuer und teilweise auch

---

1) Insbesondere wurde dieses Verlangen in den verschiedenen Gläubigerversammlungen laut. Siehe auch Meis, Hans, Aufrechnung. In Deutsche Bergwerkszeitung v.18.3.33 Nr.66 und Zander, W., Die Verrechnung als Mittel zur freiwilligen Konversion. In Rhein.Westf.Ztg. v.18.3.33, 142.

die Grunderwerbssteuer in Gegenrechnung genommen wurden (1). Diese Quellen dürften aber bald erschöpft gewesen sein, nachdem ab Anfang 1934 gestattet wurde, daß Steuerrückstände zum Löschen gebracht wurden, falls der Steuerzahler sich durch Arbeitsbeschaffungsaufträge um die nationale Wirtschaft verdient machte (2). Die Zahl der Möglichkeiten wurde von Berlin noch dadurch erweitert, daß man den städtischen Baugesellschaften das Eigentum an den bis dahin gepachteten Grundstücken übertrug und ihnen die Zahlung durch Einreichen von lang- und mittelfristigen Anleihen gestattete (3). Auch andere Städte verbilligten den Baubewerbern den Kauf von Grundstücken dadurch, daß der Preis mit Schatzanweisungen bezahlt werden konnte.

Über den Umfang der im ganzen möglichen Verrechnung bei den einzelnen Städten ist nichts bekannt. Bei Frankfurt a.M. wurde ein dafür geeigneter Debitorenstand von 29 Millionen verzeichnet gegenüber 26 Millionen umlaufenden Schatzanweisungen (4). Man ersieht daraus die beträchtlichen Verwertungsmöglichkeiten dieses Verfahrens.

Nun wäre es aber verfehlt, von der Anzahl der Möglichkeiten und von den Summen auf eine hohe

---

1) Rittershausen forderte eine allgemeine Anrechnung dieser Schuldarten. S. „Ein Katalog von Sofortmaßnahmen zur Erzeugung von Nachfrage von festverzinslichen Werten und zur Verflüssigung des Geldmarktes zwecks Vorbereitung einer Konversion". In Bankarchiv v.15.6.33 Nr.18.S.351/2.
2) Runderlaß des preuß.Finanzministers zugleich im Namen des Ministers des Innern vom 9.12.33 betr. Flüssigmachung von Steuerrückständen für Arbeitsbeschaffung. Zit.in Berliner Börsenzeitung v.31.12.33 Nr.609.
3) Vgl.Frankf.Ztg. 1932, Nr.888.
4) Rittershausen, H., Die organische Zinssenkung im Rahmen der Arbeitsbeschaffung. In Bankwissenschaft Nr.16, 1933 S.496.

Inanspruchnahme zu schließen. In Wirklichkeit dürfte nämlich von den meisten Städten eine wesentlich größere Summe als die vorgeschriebene Tilgungsquote nicht freigegeben worden sein. So betonte z.B. die Stadt Magdeburg, daß es ihr nicht möglich sei, die zur Tilgung erforderlichen Anleihebeträge in Höhe von nominell einer halben Million Mark im freien Markte aufzukaufen. Es kämen nur relativ geringfügige Beträge auf den Markt (1). Auf der anderen Seite ist bekannt, daß die Stadt Berlin umfangreiche Beträge in ihren Kassen ansammelte. Frankfurt a.M. hatte Ende 1933 von den 27 Millionen Schatzanweisungen zwei Millionen = 7,4 % in Zahlung genommen (2). Aber bei Frankfurt/M. und einigen anderen Städten, die fällige Anleihen nicht einlösen konnten, lag Veranlassung zu erhöhter Schuldentilgung vor. Infolgedessen sind die Zahlen nicht als allgemeingültig hinzunehmen.

Wenn das Ziel einer natürlichen Kurspflege durch verstärkte Nachfrage erreicht werden soll, ist es erforderlich, daß nicht nur der immer schon erfolgte Tilgungsbedarf tatsächlich eingedeckt wird, sondern darüber hinaus für alle Anleihen zusätzliche Stücke durch die Inzahlungnahme amortisiert werden.

Es ist die Frage aufgetaucht, ob die nur als Auslosungsanleihen bezeichneten Stadtobligationen auch in den Genuß des Naturatilgungsverfahrens eintreten können (3). Es besteht kein Zweifel, daß die Stadt infolge der ausdrücklichen Bestimmung, nur durch Auslosung zu tilgen, nicht davon abweichen darf, sowohl die jährliche regelmäßige Annuität als auch evtl. zusätzliche Tilgungssummen unbedingt durch Verlosung zurückzuzahlen.

---

1) Magdeburgische Zeitung vom 19.10.32 Nr.293.
2) Frankfurter Zeitung vom 6.1.34 Nr.8.
3) Vgl. Müller, Kommunale Schuldentilgung nach der Umschuldung. In der Köln.Zeitung vom 3.12.33 Nr. 653.

Der Umfang der Inzahlungnahme ist zweitens von der gebotenen Kurschance abhängig. Wie aus der Tabelle ersichtlich ist, erfolgt bei den Schatzanweisungen die Inzahlungnahme durch die Stadt zum Rückzahlungskurs (100 bzw. 110 %), oder, wenn die Fälligkeit noch nicht eingetreten war, darunter. Bei den langfristigen Anleihen dagegen hat man meistens den seinerzeitigen Ausgabekurs von rund 90 % zugrunde gelegt. Nur Dresden rechnete zu 50 % ab. Angenommen, ein Schuldner will mit Anleihen seine Verpflichtungen bei Dresden ablösen, so wird er folgende Kalkulation anstellen: Um 100 Mark Hypotheken zurückzuzahlen, benötigt er 200 M. Anleihen, die mit 4 % (Dresden erhielt 2 % bis 1936 gestundet) verzinst, ihm 8 Mark einbringen. Also rentiert sich die Umwandlung nur, wenn die Hypotheken mehr als 8% kosten. Bei dem meist üblichen Inzahlungnahmekurs von 90 % bei 6 %igem Nominalzins der Anleihe liegt die Rentabilität für den Hypothekenschuldner jenseits von 6 2/3 % (1). Allgemein kann man also sagen, daß der Tausch so lange hinausgezögert wird, als die aus dem aufzuwendenden Anleihebetrag fließenden Zinsen höher sind als die für die Hypothek zu zahlenden Schuldzinsen. Diese Chance ist natürlich am ehesten geboten, je näher der Inzahlungnahmekurs an 100 % oder sogar darüber liegt (2). Nun können freilich diese Erwägungen modifiziert werden, wie z.B. durch die Erwartung einer einseitigen Zinssenkung der Anleihen zugunsten der Stadt. Als der Durchschnitt der Anleihekurse noch unter 60 % lag, genügte es durchaus, wenn die Städte ein Angebot von 90 % machten. So kamen beiden Partnern die Vorteile dieses Verfahrens rechnerisch zugute (3).

---

1) Die durch die Naturatilgung rückzahlbaren Darlehen sind allerdings meistens mit einem noch niedrigeren Zinsfuß (bis zu 2 %) ausgestattet. (Vgl. Frankf.Ztg.v.9.6.32,423,424.
2) Vgl.auch Berliner Tageblatt v.1.11.32.
3) Es ist hier zu berücksichtigen, daß die geldbe-

Liegt aber das allgemeine Kursniveau über 80 % oder noch höher, dann ist der kursmäßige Anreiz nicht mehr genügend, und die Forderung einer generellen Inzahlungnahme zu 100 % sollte eine Selbstverständlichkeit sein, wenn die Stadt wirklich eine Pflege ihrer Anleihen, deren Kursstand ihr finanzielles Ansehen zum Ausdruck bringt, im Auge hat. Man hat sich müßigerweise über den Kurseffekt der Inzahlungnahme gestritten, indem die einen prophezeiten, daß diese Maßnahme „eine Hebung des Kursniveaus auf über 90 %, wahrscheinlich nahe an 95 % heran" (1) zur Folge habe und die andern auf den Einbruch der Kurse vom 13.4.33 bis zum 16.9.33 hinwiesen, der zu dieser Theorie in krassem Widerspruch stände (2). Inzwischen hat sich gezeigt, daß die Inzahlungnahme nur einer der Bausteine war, die das Fundament zur Konversionsreife bildeten.

Eins ist aber sicher, daß nämlich eine vermehrte Nachfrage auch den Kurs der Anleihen nachhaltig zu steigern geeignet ist. Rittershausen präzisiert diese Wirkung, wenn er davon spricht, daß das Verrechnungsprinzip wie ein elastisches Polster wirke, das einen etwaigen Kursverfall aufhält bzw. die Kurse umso kräftiger nach oben drückt, je tiefer sie gefallen sind (3). Darin liegt auch die Bedeutung

dürftigen Anleihezeichner sich in der Überzahl aus Angehörigen des wenig begüterten Mittelstandes zusammensetzen, die solche Verpflichtungen, die jetzt mit Obligationen abgegolten werden können, nicht haben. Diese erlösen dann nicht den Verrechnungskurs, sondern den Tageskurs, der aber wiederum durch den ersteren stark beeinflußt wird (Bank, v.26.10.32.S.1491).

1) Wohlrabe, W., Rückzahlung in bar oder in Pfandbriefen? in Bankwiss. Nr.12, 1933, 378.
2) K.E.M. Naturatilgung von Hypothekendarlehen, in Bankwiss. 13/14, 1933 S.403.
3) Rittershausen, die Tilgung v.Hypothekendarlehen durch Pfandbriefe u.die Ausstattung des künftigen Konversionspfandbriefes i.Bankarchiv v.1.5. 33 S. 298.

der Inzahlungnahme für die Zukunft. Die Reaktion auf psychologische Momente in der Kursbewegung kann durch Schaffung eines besonderen Stützungspolsters gehemmt werden, indem die Inzahlungnahme einiger Steuern, wie Grunderwerbs- und Wertzuwachssteuer, die schon von einigen Städten konzediert ist, generell genehmigt würde, sobald der Kurs einen gewissen Prozentsatz unterschreitet (1).

Beizustimmen ist jedenfalls den Formulierungen von Rittershausen und Zander, die betonen, daß das Ventil der Naturarückzahlung bei jeder zukünftigen Neuaufnahme von Stadtanleihen in den Kreis der sonst üblichen Sicherungen einzubauen ist, da dieses System geeignet ist, zumindest einen günstigen psychologischen Einfluß auf die Kursgestaltung auszuüben und der Anleihebesitzer sieht, daß die Städte um die Sicherheit des Anleihebesitzes bemüht sind.

Es ist diesem Tilgungsprinzip vorgeworfen worden, daß durch den stoßweise einströmenden Rückstrom die Schwankungen der Kurse nicht ausgeglichen, sondern oft noch erhöht würden (2). Das hat sich bei den Stadtanleihen nicht bewahrheitet. Wohl aber gingen andere Differenzierungen von der Inzahlungnahme aus.

Diese richteten sich sowohl nach der Höhe des Anrechnungswertes als auch nach dem Umfang der Inzahlungnahme. In den unten angeführten Beispielen ergibt sich für die Magdeburger Anleihen nach der Einwirkung der

---

1) Rittershausen, Die organ. Zinssenkung im Rahmen der Arbeitsbeschaffung i. Bankwiss. 1933, S. 496/97, schlägt die Ingangsetzung dieses Mechanismus schon bei Unterschreiten der 95 %-Grenze vor, was etwas hoch erscheint.

2) K.E.M., Pfandbriefdarlehens- und Bardarlehnssystem innerhalb des bankmäßig organisierten Bodenkredits. In Bankwiss. v. 20.8.33 S. 293 und Tornier, K. Eine Ergänzungsüberlegung zur Tilgung von Hypothekendarlehen durch Pfandbriefe. In Bankarchiv Nr. 16 S. 324.

Inzahlungnahme ein Kursunterschied von 9,5 % zu der Solinger Anleihe, während dieser bei den Berliner Schatzanweisungen über 17 % beträgt im Vergleich zu den Dresdner Schatzanweisungen. Es ist dies wohl eine Folge der bis zu 125 % betragenden Anrechnung bei den Berliner Schatzanweisungen, während diese bei Magdeburg zu 90 % erfolgt. Außerdem ist bei den ersteren der Kreis der in dieses Tilgungsverfahren einbeziehbaren Schulden weit größer geschlagen.

1932	5.9.	4.10.	4.11.
6 % Magdeburger Anl.v.26	54	54,5	64,5
6 % Solinger Anl.	54,875	54	55

1932	26.7.	26.8.	26.9.	26.10.
6 % Berliner Schatzanw. v.28 per 1.4.33	63	65,125	79,25	90,875
6 % Dresdner Schatzanw. v.28 per 1.6.33	58,75	62,625	71,5	73,5

Welch günstiger Einfluß durch die Inzahlungnahme auf die Kurse ausgeübt wurde, soll noch an einigen Beispielen gezeigt werden. Bei der Essener Anleihe wurde als Vergleichsanleihe die Pforzheimer Anleihe von 1927 gewählt. Diese Kurse entwickelten sich während des Jahres 1932 folgendermaßen:

	6 % Pforzheimer Anl.v.1927	6 % Essener Anl.
Ende April	48	42,75
Ende Mai	45,5	40
Ende Juni	44	41
Ende Juli	46	46
Ende September	54,5	61
Ende Oktober	56,5	67,75
Ende November	57	66
Ende Dezember	63,75	69,5

Während in den ersten Monaten die Pforzheimer Anleihe bis 5,5 % höher notiert, triumphiert die Essener Anleihe nach der Inzahlungnahme im Oktober mit 11,25 %.

Als weiteres Beispiel seien die Anleihen der Städte Bochum und Gelsenkirchen angeführt. Der

ungefähr bis 1 ½ % betragende Kursvorsprung der Bochumer Anleihe in den Jahren 1930-31 weitet sich für 1932, wo Bochum in Zahlung nimmt, zu fast 5 % aus. 1933 gewährt auch Gelsenkirchen seinen Gläubigern den Vorteil dieses Verfahrens, worauf hier im Gegensatz zu dem folgenden Beispiel schon im Jahre 1933 die Differenz wieder auf 1 % zurücksinkt, die übrigens mit dem früheren Rückzahlungstermin der Bochumer Anleihe zu erklären ist (Bochum per 2.1.50, Gelsenkirchen per 1.11.53). Die monatlichen Kurse betragen:

	Gelsenkirchener Anleihe	Bochumer Anleihe
1929	86	86,96
1930	89,77	91,28
1931	87,53	89,28
1932	48,63	53,83
1933	69,66	70,66
1934	83,54	84,68

In dem unten dargestellten Beispiel zeigt sich auch im Jahre 1933 bei gestiegenen Kursen noch deutlich die Einwirkung der Inzahlungnahme. Die Mannheimer Anleihe von 26 per 1.10.47 und die Magdeburger Anleihe von 26 per 1.4.48 mit ungefähr gleichen Tilgungsbedingungen weisen für die vergangenen Jahre folgenden monatlichen durchschnittlichen Kursverlauf auf:

	Mannheimer Anleihe	Magdeburger Anleihe	Kursunterschied
1927	99,12	99,08	-
1928	94,09	93,93	-
1929	89,20	90,57	-
1930	90,54	90,62	0,08
1931	86,71	88,08	1,37
1932	53,84	58,25	4,41
1933	74,29	77,14	2,85
1934	87,12	87,61	0,49

Entsprechend der Gleichwertigkeit der Anleihen weisen die Jahre bis 1931 einen Kursunterschied von höchstens etwas über 1 % auf. Erst in den Jahren 1932 und 33 klaffen die Kurse auseinander auf Grund

der Inzahlungnahme der Magdeburger Anleihe. 1934 beginnt bei bedeutend gestiegenem Niveau ihre Auswirkung wieder zu verblassen.

Ein recht interessanter Fall sei noch für die Unterschiedlichkeit der Kursbildung, hervorgerufen durch die Intensität der Inzahlungnahme, angeführt. Es wurde schon erwähnt, daß bei Frankfurt a.M. die Anrechnungsmöglichkeiten mit die am weitestgehenden seien. Diese Chance hat auch dazu geführt, daß bis Ende 1933 im ganzen 2 Millionen Schatzanweisungen zurückgekauft waren. Bei Köln sind die Möglichkeiten nicht so groß; auch dürfte bei weitem nicht dieser Betrag aus dem Markte genommen sein. Diese Tatsache kommt in den Kursen zum Ausdruck, die durchschnittlich in % betragen:

	Frankfurt	Köln	Unterschied zu Gunsten Frankfurts
1932	66,09	62,90	3,19
1933	72,56	69,43	3,13

Es ergibt sich also ein Kursvorsprung von über 3 % für die Frankfurter Schatzanweisungen, der im Jahre 1934 und 1935 vollständig wieder verschwindet.

Inzahlungnahme.

Stadt	Anleihen	zu %	ab	für
Baden-Baden	Schatz. von 28	100	27.4.33	Aufwertungshypotheken, Wohnungsbaudarlehen, Restkaufgelder, Hausinstandsetzungsdarlehen, Kanalkostenbeiträge, sowie Grundstücksverkäufe.
Berlin	Schatz.u. Anl.	110-125 100	9.6.32	Arbeitgeberdarlehen, Zuschußhypotheken usw.
"	Schatz. von 33	108	1933-38	Privatrechtliche Kapitalforderungen, die nach dem 1.4. 38 fällig u. mit nicht mehr als 6% verzinslich sind.
Bochum	Anl.v.29	90	2.11.32	Alle hypothekarisch gesicherten Forderungen ausschließlich Hauszinssteuerhypotheken.
Breslau	Schatz. v.29	100	1.4.33	Etwa gleichartige Grundsätze, wie sie bei Frankfurt u. Köln vereinbart sind.
Dresden	Schatz. v.30,29 1928.	100	15.7.33	Kapitalforderungen wie Darlehnshypotheken, Aufwertungshyp., Restkaufgelder u. Darlehen an Gemeinden u. Vereine, ferner bei gemeindlicher Wertzuwachssteuer u. Gemeindezuschlag f. Grunder-
	Anl.v.26, 28.	50	15.7.33	

Stadt	Anleihen	zu %	ab	für
				werbssteuer, Anliegerbeiträge, Grundstücksverkäufe usw.
Duisburg	Anleihen	90	9.11.32	für ähnliche Forderungen wie bei Bochum u. Essen
Essen	Anl.v.26	90	27.10.32	Erleichterungen v. Schuldverpflichtungen.
Frankfurt a.M.	Schatz. von 29	100	1.1.33	Reichmark- und Goldmarkhypotheken, Restkaufgelder, Aufwertungshypotheken, Hausinstandsetzungshypotheken. Wertzuwachssteuer u. Anliegerbeiträge a. d. Zeit vor 1.4.31, sonstige Fälle.
Gelsenkirchen	Anl.v. 28	?	1933	Erfüllung gewisser Schuldverpflichtungen, nicht Steuern.
Heidelberg	Schatz. v.31	100	1.6.33	bestimmte Kapitalzahlungen.
Köln	Schatz. v.29	100	22.12.32	Gewisse Forderungen, insbes. alle Darlehnshypotheken, Aufwertungshypotheken, Darlehen an Sportvereine und sonstige Organisationen, Anliegerbeiträge, Straßenbaukosten, besond. Fälle.
Königsberg	Anl.	90	9.11.32	Ähnliche Forderungen wie bei Bochum und Essen.

Stadt	Anleihen	zu %	ab	für
Magdeburg	Anl.	90	16.10.32	Straßenanlieger-beiträge, Reichs-markhypotheken u. Restkaufgelder, Aufwertungshypo-theken, Reparatur-hypotheken, Woh-nungsbaudarlehen, Sportdarlehen, evtl. Wertzuwachs-steuer.
München	Anleihen	-	8.3.33	Baudarlehen zu 100 %, sonstige Forderungen z. ei-nem festzusetzen-den Übernahmekurs.
Wiesbaden	Anl.	90	Ende 32	Hypotheken, Rest-kaufforderung, An-liegerbeiträge, Darlehen an Ver-eine usw.

b) Rückzahlung von Anleihen an einem Termin.

1) Effektive Schuldentilgung.

Im Gegensatz zu der bei den meisten langfristi-gen Stadtanleihen üblichen Tilgungsart, die Rück-zahlung während der Laufzeit der Anleihen in klei-nen Teilbeträgen vorzunehmen, kann die Tilgung der mittelfristigen und einiger langfristigen Anleihen am Schluß der Laufzeit in Form der Gesamtrückzah-lung stattfinden.

Aus den bisher gemachten Ausführungen geht der Wert hervor, der einer fortwährenden Tilgung, haupt-sächlich aus Gründen der Kursstützung beizumessen ist. Es ist deshalb selbstverständlich, wenn man diesen Mangel bei der hier behandelten Tilgungsart neuerdings durch die Inzahlungnahme zu kompensieren

versucht.

Bei der Anleihe der Stadt Emden von 26, die als einzige von den langfristigen Stadtanleihen in einer Summe zurückgezahlt werden soll, findet nur eine interne Tilgung (1) statt. Die nicht bestehende Kurspflege muß bei der Kursbildung bemerkbar werden (2). Die Handlungsweise, Gelder für langfristige Anleihen anzusammeln, aber nicht auszuzahlen, ist unlogisch, da die Akkumulation weder dem Markt noch dem Gläubiger dient. Wenden wir uns nun wieder den Normalfällen zu, in denen eine innere Ansammlung von Tilgungsgeldern nicht stattfindet!

Für die städtische Schuldenwirtschaft ist die Übertragung der Sorge für die Rückzahlung auf spätere Tage immer zu verwerfen, da dieses System zu leichtsinniger Finanzgebarung führen kann. Zumindest bei den Anleihen, deren Erlös zu langfristigen Anlagen verwandt wurde, ist sofort intern eine Tilgungsquote einzusetzen, ganz gleich in welcher Form und wann man an eine Rückzahlung denkt. Auf diese Weise ist das Kapital dem aus der Abnutzung im Laufe der Jahre sich ergebenden Minderwert der erstellten Anlagen anzupassen.

2. Aufnahme neuer Anleihen.

Hat die Stadt bei Fälligkeit der Anleihe keine selbst erwirtschafteten baren Gelder zur Verfügung, so wird sie versuchen, den zu zahlenden Kapitalbetrag in einer gleich großen oder, wenn man selbst die bei einer Emission auftretenden Spesen nicht zahlen kann, etwas höheren Anleihe aufgehen zu

---

1) Darunter ist zu verstehen, daß die Stadt die für eine jährliche Tilgung notwendigen Beträge wohl ansammelt, sie aber vorläufig nicht auszahlt.
2) Vgl. den Kursverlauf dieser Anleihe unter dem Kapitel Sicherung der Anleihe durch die Steuerkraft, auf S. 208 ff.

lassen, so daß aus den neu gezeichneten Beträgen die alten Gläubiger befriedigt werden können.

Ein großer Teil der Gläubiger wird geneigt sein, sich auch wieder an der neuen Anleihe zu beteiligen. Ihnen wird ein Umtauschangebot gemacht, so daß im Effekt von ihnen eine freiwillige Prolongation erzielt wird. Für die Barabfindung der nicht in den Umtausch einwilligenden wenigen Gläubiger werden dann meistens die Mittel aus den Neuzeichnungen bereitgestellt, so daß dieser Teil der alten Gläubiger durch neue substituiert wird.

Zu dieser Transaktion ist natürlich die Hilfe einer oder mehrerer Banken erforderlich, die die zeitliche Verschiedenheit durch Kredite überbrücken. So konnte die Stadt Heidelberg ihre am 1.4.31 fälligen 5 Millionen 5 %iger Schatzanweisungen nicht effektiv einlösen. Sie gab einen gleichen Betrag zweijähriger 7 %iger Anleihen zu 95 ½ % heraus. Das Konsortium, das den freihändigen Verkauf der neuen Schatzanweisungen betrieb, räumte der Stadt einen Zwischenkredit von 4,7 Millionen ein, wofür diese einen Zinssatz von 1 % über Lombardsatz zuzüglich ½ % Quartalsprovision zahlen mußte (1).

Besondere Anerkennung verdient das gut vorbereitete Umtauschangebot der Stadt Berlin auf ihre am 1.4.33 fälligen 25 Millionen 5 %iger Schatzanweisungen, rückzahlbar zu 110 %. Hiernach wurden den Gläubigern am 1.4. die 10 % Aufgeld bar zurückgezahlt und neue 5-jährige mit 6 % verzinsliche Schatzanweisungen angeboten. Beim Umtausch und beim Neuerwerb wurden diese zum Kurse von 100 % abgegeben und sind spätestens am 1.4.1938 zu 108 % rückzahlbar. Die Tilgung erfolgt in den ersten vier Jahren mit je 10 % des ausgegebenen Gesamtbetrages, am Ende des fünften mit den restlichen 60 % durch freihändigen Ankauf oder durch Auslosung zu 100%(2).

---

1) Siehe Magazin der Wirtschaft, v.3.4.31.S.653.
2) Ende März 1935 wurde für nun 4 ½ %ige Schatzanw.v.Berlin v.1933 über 18 Mill.RM der Zulas-

Bemerkenswert ist der sofortige Beginn der Tilgung mit einem im Vergleich zu den sonst üblichen Tilgungsquoten hohen Prozentsatz sowie die automatische Sicherung durch die Inzahlungnahme zu 108 %. Der Kursverlauf der Schatzanweisungen von 1928 gestaltet sich bis zur Einlösung folgendermaßen:

Ende April	1932	63 %
" Mai	"	55,25
" Juni	"	56,5
" Juli	"	64,875
" Aug.	"	70,75 %
" Sept.	"	80,5
" Okt.	"	89
" Nov.	"	85,75
" Dez.	"	92
" Jan.	1933	103,75
" Febr.	"	105,75
" März	"	109,5

Es muß darauf hingewiesen werden, daß die prompte Einlösung mit der einzig dastehenden Kursverbesserung ihre Wirkung auch auf die Kurse der anderen Anleihen nicht verfehlte. Leider wurden die guten Ansätze durch das Verhalten anderer Gemeinden bald wieder zerstört.

Die größten Schwierigkeiten bereitete den Emittenten aber der Umtausch von einigen Stadtanleihen im Laufe des Jahres 1931. Die Bereitwilligkeit der Sparer, ihr Kapital auch nur kurzfristig anzulegen, war fast bis auf den Nullpunkt gesunken, weil diese den Konkurs von Städten, Währungskrisen und Zerstörung der Rechtssicherheit befürchteten. Fruchtlose Verhandlungen lasteten schwer auf den Kursen der Stadtanleihen.

Die Pläne der Stadt München, ihre am 1.4.31 ablaufenden 16 Millionen 5 %iger Schatzanweisungen

---

sungsantrag für die Berliner Börse gestellt. Der derzeitige Freiverkehrskurs beträgt etwa 103 %. (Von der Emission bis zur offiziellen Einführung sind also über 2 Jahre verflossen).

durch neue 7 %ige zu ersetzen, scheiterten nach langwöchigen Verhandlungen, da die Überwachungsstellen, die man für städtische Emissionen eingerichtet hatte, den Effektivzins, der nicht über 9 1/2 % hinausgehen sollte, zu hoch fanden. Schließlich wurde eine neue Ersatzemission zu ebenfalls 7 % Nominalzins, die mit 86 % berechnet wurde, den Gläubigern angeboten (1).

Die Kalamität auf dem Kapitalmarkt wurde bei den Frankfurter 20 Millionen 5 %iger Schatzanweisungen, die ebenfalls am 1.4.31 zu 108 % fällig waren, noch deutlicher. Zunächst wurde ein Umtausch in eine 7 %ige mit 93 1/4 % anzurechnende langfristige Anleihe angeboten. Der Effekt war minimal, „kaum mehr als 1/1000 des Gesamtbetrages von zwanzig Millionen ist umgetauscht worden" (2). Auch auf ein neues Angebot hin waren vier Wochen später erst 3 Millionen gezeichnet und nach weiteren 3 Wochen erst 4 Millionen von den 20 Millionen am 1.4. fälligen Schatzanweisungen. Darauf mußte die Stadt einen 6-9-monatigen Zwischenkredit von 15 Millionen Reichsmark aufnehmen (3). Als nach Ablauf dieses Zwischenkredits nur die Hälfte prolongiert worden war, verpflichtete sich die Stadt, die andere Hälfte aus Bareingängen, Grundstücksverkäufen und anderen Realisationen bar zu begleichen (4). Der Zusammenbruch des Kreditsystems, der einige Monate später zur Schließung der Banken führte, kündigte sich hier deutlich an.

3. Das Obligationengesetz.

Die Spekulation auf eine Umtauschmöglichkeit ist immer ein gewagtes Spiel, da aus länger dauernden Ursachen der Kapitalmarkt unergiebig sein kann,

---

1) Magazin der Wirtschaft v. 13.3.31 S.532.
2) " " " " 23.1.31 S.228.
3) " " " " 13.3.31 S.532.
4) " " " " 12.6.31 S.991.

so daß der Aufnahme einer neuen Anleihe unüberwindliche Schwierigkeiten gegenüberstehen.

Eine solche Situation herrschte auch noch im Jahre 1932 am Kapitalmarkt, so daß das Reich, als am 1.10.32 die Kölner und Frankfurter Schatzanweisungen fällig wurden, sich veranlaßt sah, außergewöhnliche Maßnahmen zu ergreifen.

Um also in diesen beiden akuten Fällen und in den zu erwartenden weiteren Zahlungsverzügen die Möglichkeit der Regelung zwischen den Städten und ihren Anleihegläubigern zu schaffen, wurde durch Gesetz auf Grund des Art.48, Abs.2 der Reichsverfassung bestimmt, daß die kommunalen Schuldverschreibungen in das ergänzte Obligationengesetz vom 4.12.1899 in der Fassung vom 14.5.1914 einzubeziehen seien, wenn die Landesregierung entsprechende Gesetze erlassen würde (1).

Der Tag des Erlasses des Gesetzes lag drei Tage vor Fälligkeit der oben erwähnten Schatzanweisungen, so daß keine Vereinbarungen zwischen Schuldnern und Gläubigern mehr getroffen werden konnten. Darum wurden die Regierungspräsidenten zu der Anordnung ermächtigt, daß vor dem 31.12.32 fällige Verpflichtungen zur Einlösung von Gemeindeschuldverschreibungen bis zum Jahresschluß zu stunden sind (2). Damit erst wurde die Möglichkeit geschaffen, die im neuen Gesetz vorgesehenen Wege auch für Frankfurt a.M. und Köln einzuschlagen. Andererseits wurde durch die Begrenzung bis auf den 31.12.32 klar, daß diese Maßnahme nur für diese beiden Fälle vorgesehen war, und die Frage, inwiefern die Notwendigkeit dieser Sondermaßnahme dem Schuldner wegen mangelnde rechtzeitigen Bemühens zur Last gelegt werden muß,

---

1) Verordnung d.Reichspräsidenten über die gemeinsamen Rechte der Besitzer v.Schuldverschreibungen v.24.9.32 abgedruckt in „Die Notverordnungen", 15.Folge v.6.9.32-3.10.32,zusammengestellt von der Frankfurter Ztg.S.49 ff.

2) do. Art.2 S.51.

wurde schon beantwortet (1,2).

Vom wesentlichen Inhalt des Obligationengesetzes und den zur Anwendung auf die kommunalen Anleihen zugeschnittenen Ergänzungen ist hervorzuheben, daß eine generelle Anwendung der Vorschriften bis zum 31.12.34 verfügt wurde, woraus ersehen werden konnte, daß die Beschränkung der Gläubigerrechte nicht als eine Dauereinrichtung geplant war. Weiter ist von Interesse, daß wohl eine Stundung der Kapital- und Zinsansprüche, aber kein Schuldennachlaß in Betracht kam. Diese Bestimmung war für den Gläubiger, der die Anleihen als absolut sichere, in ihrem Geldwert unveränderliche gekauft hatte, von besonderer Wichtigkeit.

Immerhin bedeuteten die Zugeständnisse betr. Kapital- und Zinsstundung für die Gläubiger und den Markt der Stadtanleihen schon eine Maßnahme von gehöriger Tragweite.

Eine andere wichtige Bestimmung der Notverordnung betrifft die Abstimmungsverhältnisse in der Obligationärversammlung. Die Mehrheitsbestimmungen des Gesetzes von 1899 sind abgeändert worden. Wird die zu Beschlüssen zwecks Gläubigerbeschränkung erforderliche 3/4 Mehrheit der abgegebenen Stimmen und die weiter notwendige Anwesenheit der Hälfte(3)

---

1) S.hierzu das Communiqué der Magistratspressestelle der Stadt Frankfurt, zit.in Frankf.Ztg.v. 28.9.32, 724/25. Diesen Rechtfertigungsversuch beantwortete die Frkf.Ztg.in einem Art.d.Ausgabe v.29.9.32 Nr.727/8, der bereits unter dem Kapitel Publizitätsgebaren auf S. 51 ff. zitiert wurde.
2) S.auch die Kursbewegung d.Frankf.Schatzanweisungen im folgenden Kapitel „Umschuldungsgesetz u. Schatzanweisungen" auf S.180 ff.
3) Bei nicht mehr als 12 Millionen Umlauf ist sogar eine Majorität von 2/3 des Nennwertes, und bei 12-16 Millionen Umlauf sind mehr als 8 Millionen erforderlich.

des Nennwertes der im Umlauf befindlichen Schuldverschreibungen nicht erreicht, so hat „der Schuldner, wenn die Versammlung dies mit der Mehrheit der abgegebenen Stimmen beschließt, oder ein etwa bestellter Vertreter es schriftlich unter Angabe des Zweckes und der Gründe verlangt, alsbald eine zweite Versammlung zum Zwecke der erneuten Beschlußfassung zu berufen. Die zweite Versammlung beschließt mit einer Mehrheit von mindestens 3/4 der abgegebenen Stimmen ohne Rücksicht auf den Betrag der von dieser Mehrheit vertretenen Schuldverschreibung" (1).

Die Notwendigkeit der Erweiterung des Obligationengesetzes hinsichtlich der Mehrheitsbestimmungen wurde bald erwiesen. In fast allen Fällen war nämlich die Einberufung mindestens einer zweiten Versammlung notwendig, da auf der ersten nicht genügend Gläubigervertreter anwesend waren (2). Abgesehen von der bei Anleihen immer zu beobachtenden mangelnden Anteilnahme an dem Geschick des Schuldners blieben viele der kleinen Anleihebesitzer aus Verärgerung bzw. angeblicher Aussichtslosigkeit oder Wertlosigkeit ihrer Stimme weg. In der zweiten Versammlung gaben dann meistens einige große Anleihepakete vom interessierten Bank- oder sonstigen Kreise leicht den Ausschlag.

„Die Verordnung bedeutet im ganzen eine weitgehende Beschränkung von Gläubigerrechten verschiedenster Art, so sehr sie sich auch bemüht, die Form der Zustimmung der Gläubiger zur Beschränkung ihrer Rechte zu wahren" (3). In der Richtung einer unparteiischen Stellungnahme liegt es denn auch, wenn man einmal die Wahl des Gläubigervertreters von mehreren Voraussetzungen hinsichtlich seiner Beziehungen zum Schuldner usw. abhängig macht, ihm Einsicht in Bücher und Schriften gestattet und zweitens

---

1) Artikel I, 2, a.a.O. S.49.
2) Vgl.insbesondere die späteren Ausführungen zu den Dresdner Gläubigerversammlungen auf S. 175 ff.
3) Frkf.Ztg. v.27.9.32, 721/22.

die Bestimmung, die den Körperschaften des öffentlichen Rechtes die Genehmigung der Aufsichtsbehörde zur Einberufung der Gläubigerversammlung zur Pflicht macht.

Nach der Erläuterung der wesentlichen Bestimmungen des Obligationengesetzes wenden wir uns nun den einzelnen Fällen zu, die mit Hilfe des Gesetzes geregelt wurden.

In der Frankfurter Gläubigerversammlung von Ende Dezember 1932 wurde vereinbart, daß von 30 Millionen 27 Millionen bis 30.9.34 gestundet werden und die restlichen 3 Millionen als 10 %ige Teilrückzahlung (1) spätestens zum 1.2.33 ausbezahlt werden.

In der Kölner Gläubigerversammlung wurden ebenfalls unter 10 %igem Abzug vom Kapitalbetrag RM 36 Millionen bis 30.9.34 gestundet (2).

Weiter wurden am 1.4.33 die 6 %igen Breslauer Schatzanweisungen v.1929 fällig, die ebenfalls nicht eingelöst werden konnten. Die Gläubigerversammlung vom 30.3.33 beschloß die Stundung von 24 Millionen Schatzanweisungen bis zum 31.3.35 unter baldiger Rückzahlung von 10 % des Kapitalbetrages. Im Gegensatz zu Berlin, das für denselben Termin eine Fälligkeit hatte (s.S.167 ff.), machte Breslau kein Umtauschangebot, um eine ordnungsmäßige Ablösung zu erlangen, sondern nahm die Abwicklung durch Stundung vor. Bemühungen des Magistrats sollen nach Pressemeldungen sowohl bei den betei-

---

1) Dieser Teilbetrag wurde zur Hälfte von Preußen als Vorschuß auf einen Anspruch Frankfurts gegenüber Breslau, den Frankfurt vor Jahren aus dem Erlös einer Anleihe auf Befehl Preußens Breslau vorgestreckt hatte, und zur Hälfte von einem Bankenkonsortium zur Verfügung gestellt. In Bank v.1932 S.1932.

2) 3 Mill.v.Preußen, 1 Mill.v.bei der Emission beteiligten Kölner Banken zur Verfügung gestellt (Bank 1933 S.31).

ligten Banken als auch mündlich und schriftlich bei Reich und Staat vorgenommen sein (1).

Für die 6 %igen Heidelberger Schatzanweisungen von 1931, von denen im vorigen Kapitel (S. 167) schon einmal die Rede war, jährte sich zum zweiten Male am 1.4.1933 die Fälligkeit, ohne daß weder von der Stadt eine Rückzahlung geleistet wurde, noch am Kapitalmarkt eine günstigere Lage sich eingestellt hätte. Aber man konnte diesmal die Inhaber auf Grund des Obligationengesetzes laden. In der ersten am 13.3.33 stattgefundenen Versammlung waren von den noch im Umlauf befindlichen 4,8 Millionen nur 36 Gläubiger mit zusammen 2,22 Millionen Schatzanweisungen vertreten (2). Die zu einer Beschlußfassung über die beantragte mehrjährige Stundung der Kapitalrückzahlung notwendige 2/3 Mehrheit war also nicht erreicht. Am 27.April wiederholte sich in der zweiten Gläubigerversammlung das unfruchtbare Schauspiel, da kaum mehr als beim ersten Mal, nämlich 2,6 Millionen, vertreten waren (3). Die Abstimmung machte es möglich, daß eine dritte Versammlung einberufen werden konnte, die ohne Rücksicht auf die Höhe der vertretenen Schatzanweisungen beschlußfähig war. Diese fand am 1.6. statt und beschloß die Stundung bis 31.3.1935 unter Rückzahlung von 10 % in bar (4).

Auch die Rückzahlung der 5 %igen im Betrage von 4 Millionen ausgegebenen Baden-Badener Schatzanweisungen von 28 zu 110 % am 1.5.33 blieb die Stadt schuldig. Die erste Gläubigerversammlung vom 29.3.

---

1) Frankfurter Ztg.v. 14.3.33, II. Morgenblatt.
2) " " " 14.3.33, 197.
3) " " " 28.4.33, 315.
4) Für die oben erwähnten 6 % Breslauer Schatzanw. v.29 u.die 6 %igen Heidelberger Schatzanw.v.31 erging nach der Verlängerung des Gemeindeumschuldungsgesetzes bis 1.10.36 am 30.3.1935 das Angebot zum Umtausch in 4 %ige Schuldverschreibungen des Umschuldungsverbandes.

verlief ergebnislos. In der zweiten waren 1,67 Millionen mit 16 673 Stimmen bei einem noch umlaufenden Betrag von 3,376 Millionen vertreten, und es wurde einstimmig beschlossen, die Kapitalverpflichtung bis Ende April 1936 zu stunden unter Teilrückzahlung des 10 %igen Aufgeldes bis 1.6.33.

Nun kommen wir zu der endlosen Reihe der zehn Dresdner Gläuberversammlungen, die schließlich auch den letzten von der Unhaltbarkeit des eingeschlagenen Weges überzeugten.

Dresdner Anleihen (1).

1) I. Gläubigerversammlung am 3.1.33 für die Inhaber der fälligen ausgelosten Stücke der 7 %igen Anleihe von 26,I. Die 2/3 Mehrheit war nicht vorhanden und die Versammlung daher beschlußunfähig. Die Banken vertraten RM 314 700,- von insgesamt anwesenden 348 400,- RM.
2) I. Gläubigerversammlung am 4.1.33 für die Inhaber der 6 %igen Schatzanweisungen von 1930, fällig per 1.2.33, über 2 Millionen. Gesamtumlauf betrug noch 1,865 Millionen, vertreten waren davon 1,6485 Millionen mit 32 970 Stimmen. Hier wird nur ein Gläubigervertreter gewählt.
3) II. Gläubigerversammlung am 16.5.33 für die Inhaber der 6 %igen Schatzanweisungen von 1930. Man beschließt Stundung des Kapitals bis einschließlich 31.1.35 bei Teilrückzahlung von 10 %, die auf Verlangen des einzelnen Gläubigers bis spätestens 11.4.33 auszuzahlen sind. Die Stimmen betrugen pro 31 345, contra 40 (notwendig waren mindestens 24.875 Stimmen).
4) Die I. Gläubigerversammlung am 31.5.33 für die Inhaber der 6 %igen Schatzanweisungen von 28 per 1.6.33 wurde wegen Beschlußunfähigkeit vertagt. Der Gesamtumlauf betrug noch 3,52 Mil-

---

1) Zusammengestellt aus Zeitungsberichten aus Dresden, Berlin und Frankfurt.

lionen, vertreten waren 1,3 Millionen. Nötig wären gewesen 2,34 Millionen.

5) II. Gläubigerversammlung am 21.6.33 für die Inhaber der 6%igen Schatzanweisungen von 28 per 1.6.33. Das Angebot, das Agio von 8 % den einzelnen Gläubigern spätestens am 15.7.33 auszuzahlen, den übrigen Betrag bis 31.5.37 zu stunden, von den 6 %igen Zinsen 2 ½ % bis 31.5.37 zu stunden, wird abgelehnt. Vertreten waren von einem Kapital von 3,517 Millionen 1,771 Millionen mit 3542 Stimmen. Die Abstimmung, die nur über die Stundung der Kapitalschuld vorgenommen wurde (Stundung der Zinsen schien überhaupt keine Aussicht zu haben), ergab 2200 Stimmen für den Antrag und 1018 gegen ihn bei 324 Enthaltungen. Damit war die erforderliche Dreiviertelmehrheit nicht erreicht.

6) III. Gläubigerversammlung am 12.7.33 für die Inhaber der 6 %igen Schatzanweisungen von 28 per 1.6.33. Das abgeänderte Angebot, das Kapital unter Auszahlung des 8 %igen Agios und die über 4 % hinausgehenden Zinsen vom 30.6.33 ab bis 31.5.1936 zu stunden, wird ebenfalls abgelehnt. Die Stimmverhältnisse für die Kapitalstundung ergaben: dagegen 2396, dafür 2299 bei 2 Stimmen Enthaltung. Die Stimmverhältnisse für die Zinsstundung: dagegen 2477, dafür 1921.

7) III. Gläubigerversammlung am 12.7.33 für die Inhaber der 7 %igen Schatzanweisungen von 30 per 1.2.33. Bisher war das Kapital bis 31.1.36 gestundet (siehe Gläubigerversammlung 2) und 3)). Das Angebot, jetzt das Kapital bis 31.1.36 und Zins von 2 % bis 30.6.36 zu stunden, wird angenommen. Im Umlauf befanden sich 1 786.315 RM, davon waren vertreten 1.475.480 RM mit 295.156 Stimmen. Der Antrag wurde angenommen: mit 270.629 Stimmen dafür und 10.668 Stimmen dagegen.

I. Gläubigerversammlung am 12.7.33. Das Angebot, für die

7 %ige Anleihe von 26 1,2,
8 %ige " " 28,
7 %ige Umtauschanleihe von 28 (46.000 M)
2 % Zins ab 30.6.33 zu stunden und Tilgung der 3 Anleihen bis 31.5.36 auszusetzen, sowie das Angebot, für die 8 %igen Schatzanweisungen von 29, Reihe 1,2,3 (1 per 1.10.33) die am 1.10.33, 34 und 35 fälligen Drittel um je drei Jahre (Agio von 2 % wird bei Fälligkeit bar ausbezahlt) und 2 % Zins bis 31.5.1936 zu stunden, wird angenommen, ist aber ungültig, weil die notwendige qualifizierte Mehrheit (Hälfte bzw. 2/3) des umlaufenden Kapitals nicht vertreten war.

Die Abstimmung ergab folgende Resultate:

Anleihen von	1926	1928	1929
Umlauf	40.020.730	10.891.700	29.610.300
vertretene Anleihen	15.680.400	3.201.800	9.911.500
vertretene Stimmen	156.804	32.018	198.230
pro	128.199	23.446	152.161
contra	20.977	2.795	32.996
pro in % d.vertret. Stimmen	82 %	73 %	76 1/2 %

8) II.Gläubigerversammlung am 2.8.33 der 1926er, der beiden 1928er und der 1929er Anleihen. Das unter 7) dargelegte Angebot wird angenommen. Abstimmungsverhältnisse: (s.S.178 oben).

9) IV.Gläubigerversammlung am 30.8.33 für die Inhaber der 6 %igen Schatzanweisungen von 28 per 1.6.33. Das Angebot (siehe 6) wird angenommen, ist aber ungültig. Im Umlauf sind 3,51 Millionen, davon waren aber nur 1,35 Millionen vertreten. Die erforderliche gesetzliche Mehrheit hätte 2,34 Millionen betragen. Von 2701 Stimmen ergaben sich für 2270 und 431 gegen die Zinsstundung und 2354 für und 347 gegen die Kapitalstundung.

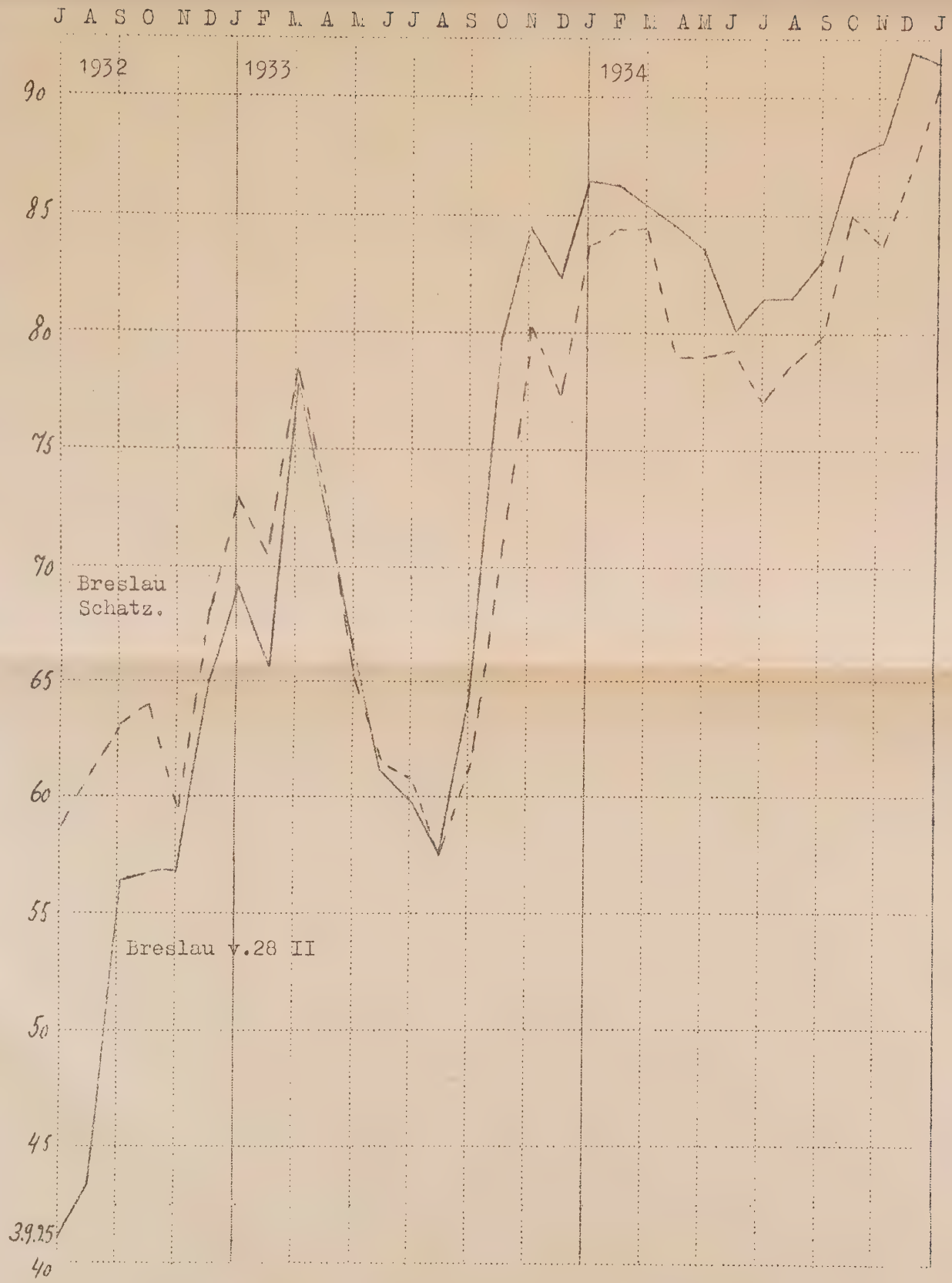
Anleihe von		Stimmen pro	contra	Vertreten	pro i. %
1926	Kapital-stundung	130.987	26.328	158.318	82 ½%
	Zins-stundung	124.955	31.506	158.318	79 %
1928	Kapital-stundung	28.860	3.250	32.402	89 %
	Zins-stundung	25.985	6.145	32.402	80 %
1929	Kapital-stundung	189.754	34.401	225.442	84 %
	Zins-stundung	183.892	40.473	225.442	81 ½%

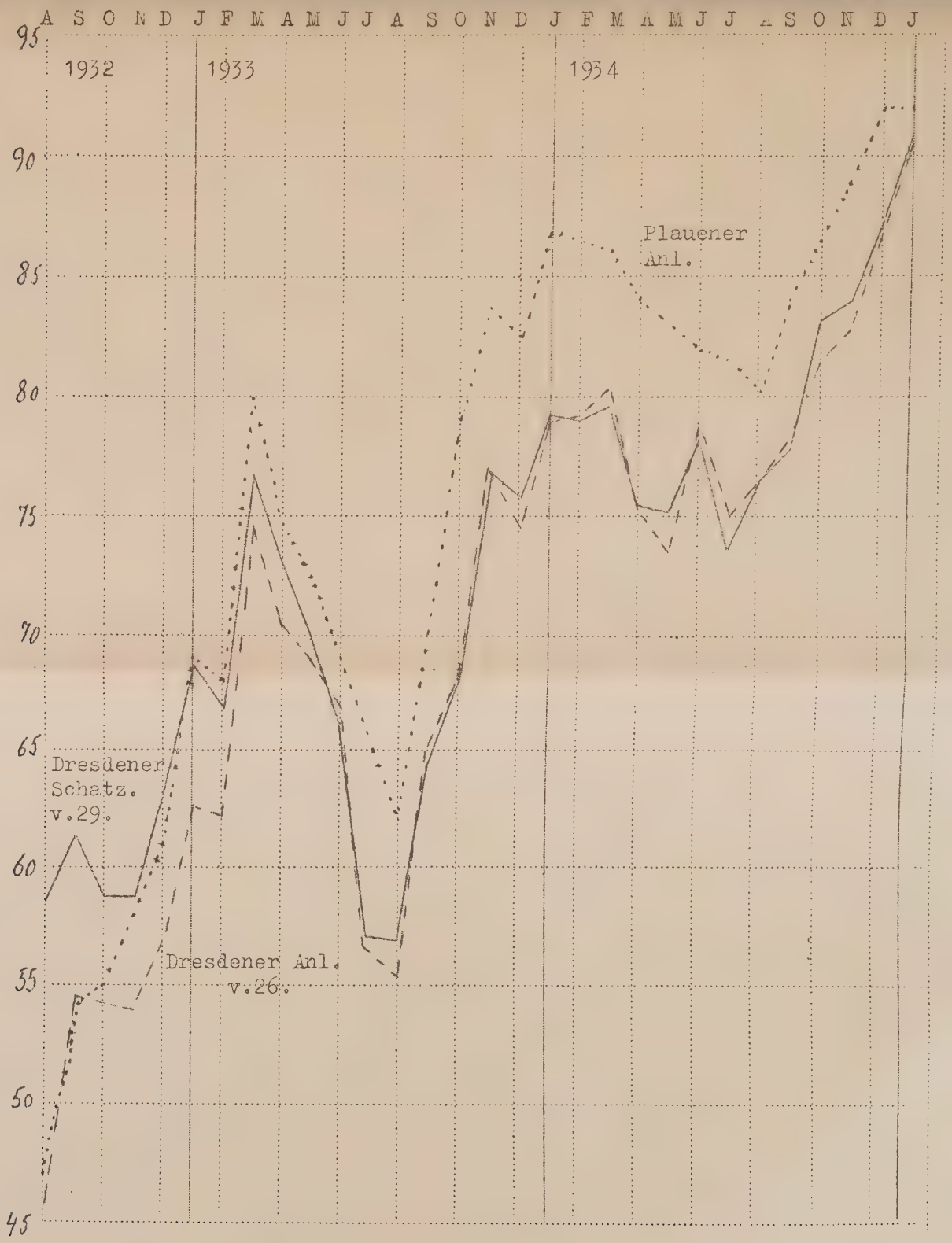
10) V.Gläubigerversammlung am 20.9.33 für die Inhaber der 6 %igen Schatzanweisungen von 28 per 1.6.33. Das Angebot (s. 6) wird angenommen. Vertreten waren 3678 Stimmen, davon wurden für die Zinsstundung 3443 und gegen dieselbe 235 abgegeben. Für die Kapitalstundung waren 3520 und gegen dieselbe 158 Stimmen. Die Pro-Stimmen entsprechen Prozentsätzen von 93 ½ bzw. 96 %.

Alle diese Gläubigerversammlungen mit unerquicklichen Szenen waren nötig, um letzten Endes nichts anderes zu erreichen, als eine 3jährige Stundung des über 4 % hinausgehenden Zinsanspruchs sowie der fälligen Tilgungsraten bei langfristigen Anleihen bzw. der Gesamtrückzahlung bei Schatzanweisungen(1).

---

1) Am 18.4.1935 erging von der Stadt Dresden das Umschuldungsangebot in 4 %ige Schuldverschreibungen des Umschuldungsverbandes an die Inhaber
   1. der 6 %igen Schatzanweisungen von 1928 (Kapitalbetrag + 2 % Stundungszinsen)
   2. der 6 (8)%igen Schatzanweisungen von 1929 (Kapitalbetrag + 2 % Stundungszinsen)
   3. der 6 (7)%igen Schatzanweisungen von 1930 (Kapitalbetrag + 2 % Stundungszinsen).


J A S O N D J F M A M J J A S O N D J F M A M J J A S O N D J
1932
1933
1934
90
85
80
75
70
65
60
55
50
45
40
Breslau
Schatz.
Breslau v.28 II
3.9.35


A S O N D J F M A M J J A S O N D J F M A M J J A S O N D J
1932
1933
1934
95
90
85
80
75
70
65
60
55
50
45
Plauener Anl.
Dresdener Schatz. v.29.
Dresdener Anl. v.26.

Allgemein läßt sich sagen, daß Gläubiger und Schuldner meistens einen Standpunkt einnahmen, der einer gegenseitigen Annäherung nur wenig zuträglich war. Die Gläubiger waren wohl zu einer Kapitalstundung bereit, aber gegen eine Zinsstundung leisteten sie scharfen Widerstand. Andererseits war der Wille der Schuldner, ihre Gläubiger in der Sache, wie auch in der Form zufriedenzustellen, gerade dort am wenigsten vorhanden, wo sich die Schulden am höchsten aufhäuften. So drohte Dresden den ungefügigen Gläubigern mit einem staatlichen Kommissar, der die Gläubiger aber auch nicht besser befriedigen könne.

Nicht nur solche unhaltbaren Zustände machten ein Eingreifen des Reichs immer dringlicher, sondern auch die Erkenntnis, daß der auf Grund des Obligationengesetzes durchgeführte individuelle Zins- und Kapitalaufschub für die Gemeinden keinerlei durchgreifende Erleichterung brachte. Da außerdem die unerfreulichen Verhandlungen zwischen Gläubigern und Schuldnern mehr und mehr in die Öffentlichkeit drangen, so breitete sich der Unruheherd, der von den Stadtanleihen auch auf andere Gebiete des Rentenmarktes übergriff, immer kursverwüstender aus.

Betrachten wir kurz an Hand von einigen Kurskurven die Auswirkungen der Kapitalstundungen in den Gläubigerversammlungen.

Die Breslauer Schatzanweisungen per 1.4.33 lagen Mitte 1932 noch 20 % über der langfristigen Breslauer Anleihe. Diese Spanne verschmälerte sich schnell, besonders nach der Nichteinlösung der Frankfurter und Kölner Fälligkeiten im Oktober 1932 durch das Absinken des Kurses für die Schatzanweisungen auf 2 ½ %, bzw. bis zur Zeit der Einberufung der Gläubigerversammlungen auf 0 %. In der Folgezeit bewegen sich die Kurse der langfristigen Anleihe sogar über denen der Schatzanweisungen, für die die Hinausschiebung der Tilgung bis zum 1.4.35 keine endgültige Lösung, sondern geradezu ein

Kurshemmnis bedeutet (1).

Bei den Dresdner Anleihen sehen wir anfangs dieselbe Entwicklung der Kurse sich anbahnen wie bei der langfristigen Anleihe von 26 und den Schatzanweisungen von 29 (1/3 fällig per 1.10.33): große Kursspanne Mitte 1932, enges Zusammenliegen schon im März 1933, dem Beginn des Schauspiels der Gläubigerversammlungen. Die Kurse sinken sehr tief, und beide Anleihen bleiben in der Folgezeit eng miteinander verflochten, da bei ihnen die Tilgung sowie der über 4 % hinausgehende Zins bis 1936 gestundet ist. Bei den Schatzanweisungen kommt also auch nicht zum Ausdruck, daß dann 1/3 des Gesamtbetrages zurückzuzahlen ist. Wie die Börse die Zahlung des nur 4 %igen Zinses und das Fehlen der Tilgungsfrage bewertete, wird bei dem durchgeführten Vergleich mit der Plauener Anleihe deutlich. Diese Anleihe, die im Jahre 1932 eng mit der Dresdner Anleihe von 1926 zusammenliegt, hat im Jahre 1933 und 1934 einen dauernd höheren Kurs, der sich zu gewissen Zeiten bis um 7-8 % höher bewegt.

4. Das Umschuldungsgesetz und die Schatzanweisungen.

Im Umschuldungsgesetz vom September 1933 wurden schließlich die Wege gewiesen, die der schlimmsten finanziellen Not der Gemeinden durch die Konsolidierung fälliger Verbindlichkeiten zu niedrigem Zinssatz ein Ende bereiteten. Auf die Bedeutung wurde schon unter dem Kapitel Zins hingewiesen. Hier soll auf die Sonderbewegungen eingegangen werden, die das Gesetz für einige Stadtanleihen zur Folge hatte.

Die am 1.10.1933 rückzahlbar gewesenen Berliner Schatzanweisungen von 1929/30 standen Ende August 1933 68,375 %, während die anderen Berliner Anlei-

---

1) Nach Verlängerung des Gemeindeumschuldungsgesetzes erging auch für diese Anleihen Ende März 1935 das Angebot zum Umtausch.

hen Kurse zwischen 60-63 % aufwiesen. Am 13.10.1933 notierten die Schatzanweisungen 66 3/4 %, also 1 ¼ % niedriger, die anderen Anleihen aber 71 - 75 3/4 %, also ca. 12 % höher als vor 1 ½ Monaten. War es bisher immer so, daß die zunächst fälligen Papiere den höchsten Kursstand wegen der nahen Rückzahlung aufwiesen, wie es auch bei den Berliner Schatzanweisungen vor dem Umschuldungsgesetz der Fall war, wenn auch aus dem Kursstand gerade nicht auf eine Bareinlösung geschlossen werden konnte, so trat jetzt eine Inversion ein. Die langfristigen Anleihen, bei denen der Tag der Rückzahlung noch nicht abzusehen war, wurden bevorzugt, und des Besitzes der Schatzanweisungen suchte man sich zu entledigen. Dies war eine Folge der für diese Besitzer enttäuschenden Behandlung, denn „es konnte nicht damit gerechnet werden, daß den Inhabern der Schatzanweisungen, dem Charakter dieser Emission entsprechend, nicht mindestens eine Gleichstellung mit den unbefristeten Anleihen eingeräumt wurde. Tatsächlich brachte das Umschuldungsgesetz eine Schlechterstellung zustande, wenigstens bis zur Herabkonvertierung der Anleihen" (1). Vereinzelt wurden sogar Stimmen laut, die wieder eine Inkraftsetzung des Obligationengesetzes forderten. Auch die Möglichkeit, weiter 6 % Zinsen, allerdings für 5 Jahre gestundet, zu erhalten, konnte keinen kompensatorischen Bewertungsfaktor gegenüber der Tatsache bilden, daß der Inhaber normaler Stadtanleihen weiter 6 % Zinsen bar erhielt. So notierten Ende Dezember 1933 die Proteststücke (2) der Berliner Schatzanweisungen v.1929/30 78,25 % und die Berliner Anleihe von 26 85 %. Der Abstand zwischen den beiden Anleihen blieb in einem derartigen ungefäh-

---

1) Frankfurter Ztg.vom 15.10.33, 756.
2) Die Ablehnungen zum am 27.9.33 erfolgten Angebot des Umtausches in die Umschuldungsanleihe sollen weniger als 5 % von 85 Millionen RM betragen haben.

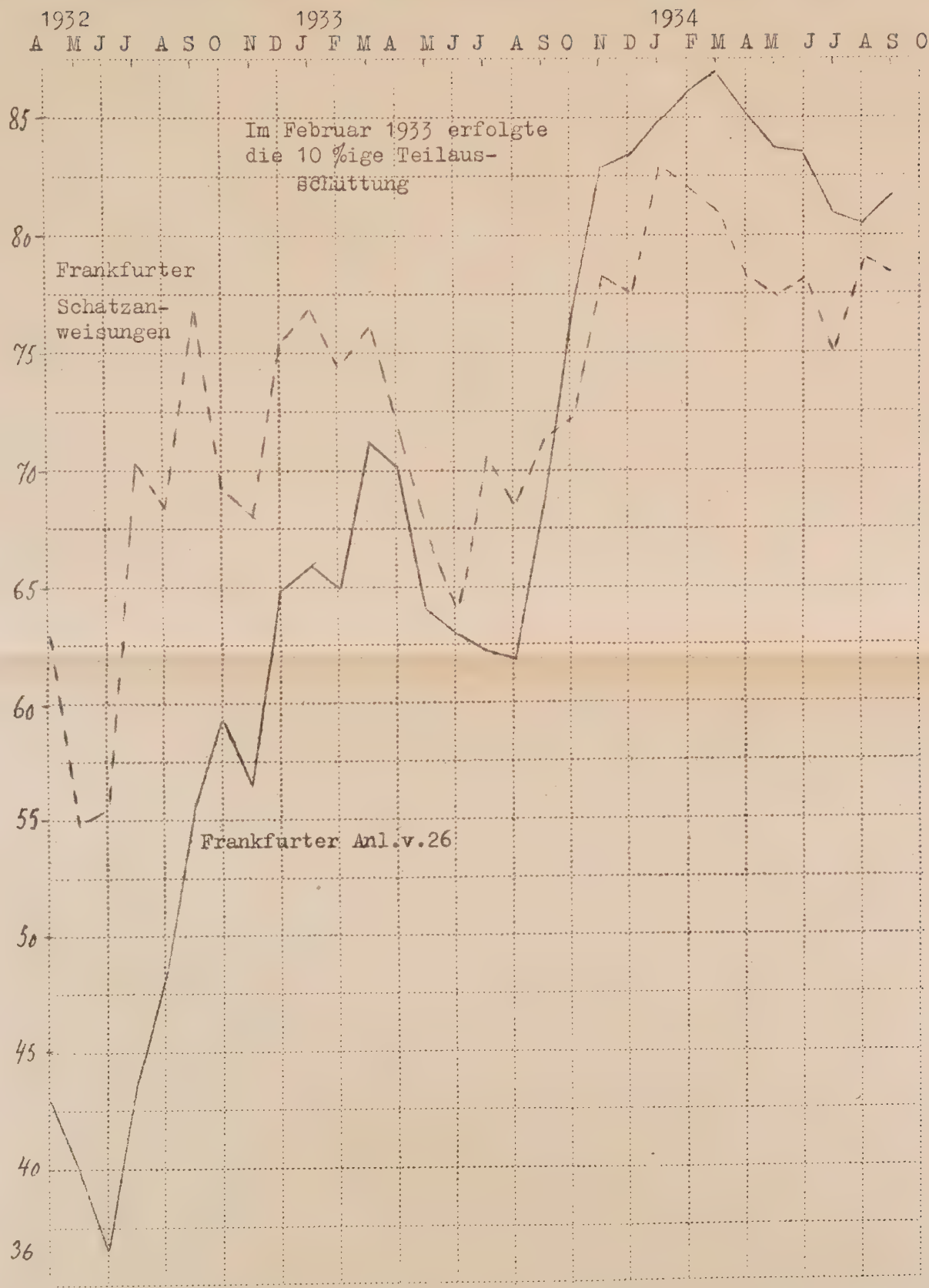
ren Verhältnis bis Anfang 1935 bestehen.

Auch später fällig werdende Schatzanweisungen standen unter der ungünstigen Einwirkung der Regelung, wie die Kölner und Frankfurter Schatzanweisungen. Der Anleihevergleich der Frankfurter Schatzanweisungen mit der Anleihe von 1926 zeigt dies deutlich. Die Kurse der Schatzanweisungen, die bis September 1933 über der langfristigen Anleihe lagen, bewegen sich ab Oktober 1933 darunter bis zum Zeitpunkt der endgültigen Umschuldung im September 1934. Hingewiesen sei noch auf den relativ hohen Kursstand der Schatzanweisungen am 6.9.1932, wo man noch auf eine hohe Teil- oder sogar Ganzeinlösung der Emission rechnete. Der Kursfall im Februar 1933 ergibt sich durch die Ausschüttung der 10 %igen Barauszahlung.

Ein besonderer Absatz muß in diesem Zusammenhang noch der Berliner Verkehrsanleihe gewidmet werden, deren Schicksal lange Zeit ungewiß war, wodurch die Kursbildung der Anleihe natürlich ungünstig beeinflußt wurde. Mit den Schatzanweisungen stand auch sie zeitweise im Mittelpunkte des Angebots. Die Verkehrsanleihe kann auf Verlangen des Inhabers „mit zweimonatlicher Frist frühestens zum 1.4.34 zu Beginn eines Kalendervierteljahrs" gekündigt werden. Wie es schien, war es hier, da sie seitens der Stadt erst am 31.3.1950 gekündigt werden konnte, einzig und allein in das Belieben des Besitzers gestellt, ob er durch die Forderung auf Rückzahlung die Anleihe zu einer umschuldbaren Schatzanweisung machen wollte (1). Infolgedessen wurde argumentiert, daß das starke Angebot anscheinend auf die Unkenntnis der Kündigungsbestimmungen in Besitzerschichten zurückzuführen gewesen sei (2).

---

1) Im Sinne des § 5 Abs.1 d.Gemeindeumschuldungsgesetzes zit.i.Deutsche Sparkassenztg.v.26.9.33 Nr. 112.
2) Vgl. Berliner Börsenzeitung v.11.10.1933, 459.


1932
1933
1934
A M J J A S O N D J F M A M J J A S O N D J F M A M J J A S O
85
80
75
70
65
60
55
50
45
40
36
Im Februar 1933 erfolgte die 10 %ige Teilaus-schüttung
Frankfurter Schatzan-weisungen
Frankfurter Anl.v.26

Die Gesetzgebung hielt den Fall für schwerwiegend genug, um einzugreifen. In Ergänzung des § 5 Abs. 1 des Umschuldungsgesetzes wurde folgendes bestimmt: „Forderungen, die vom Gläubiger zu einem vor dem 1.4.1935 liegenden Zeitpunkt gekündigt werden können, gelten als kurzfristige, zu dem betreffenden Zeitpunkt fällig werdende Forderungen. Die Vorschriften des Gesetzes finden jedoch keine Anwendung, wenn die Nichtausübung des Kündigungsrechts zu dem ersten für die Kündigung in Betracht kommenden Zeitpunkt eine Hinausschiebung des Eintritts der Fälligkeit über den 31. März 1935 zur Folge hat" (1). Weite Gläubigerschichten neigten nach dieser Verfügung zu folgender Argumentation: „Da bei einer Unterlassung der Kündigung zum 1. möglichen Termin, also zum 1. Januar 1935 die Anleihe bis zum 1.April 1935 läuft, können die Besitzer der Stücke durch Unterlassung der Kündigung die Umwandlung in eine Umschuldungsanleihe verhindern" (2).

Demgegenüber stand die Ansicht der Stadt Berlin: „.... solche kündbaren Anleihen sind nicht umschuldungsfähig, bei denen nur eine einmalige Kündigungsmöglichkeit in der Zeit bis zum 31.3.1935 besteht. Das ist bei der Verkehrsanleihe nicht der Fall, weil innerhalb dieser Frist zweimalige Kündigungsmöglichkeit besteht, nämlich zum 1.10.34 und zum 1.1.1935" (3). Wie man sieht, rühren alle diese Meinungsverschiedenheiten von der Auslegung der unklaren Kündigungsbestimmungen her. Die einen sahen den Termin am 1.10.1934 und die anderen zu Unrecht erst am 1.1.1935.

---

1) Gesetz zur Änderung des Gemeindeumschuldungsgesetzes v.14.11.33 RGBl. Teil I, v.15.11.1933 S.971. Wortlaut in Deutsche Sparkassenztg.v. 18.11.33, 134.
2) Die Bank, 47 v.22.11.1933 S.1681.
3) Notiz des Berliner Städt.Nachrichtendienstes in Der Deutschen Sparkassenzeitung v.25.11.33 Nr. 137.

Dieses Hin und Her wirkte sich natürlich auch im Kurse der Verkehrsanleihe aus. So sei z.B. ein Börsenbericht angeführt: „Während der Durchschnitt der Stadtanleihen gegenüber der Vorwoche um 1-3 % höher lag, machte die Verkehrsanleihe eine Ausnahme, indem sie sich von 79 ¼ auf 76 % senkte. Die Erwägung, daß jedenfalls noch bis zum Umschuldungstermin die 6 %igen Zinsen weiter gezahlt werden, und daß wohl auch das 2 %ige Rückzahlungsagio bei einer Konvertierung in bar abgelöst werden müßte, führten eine Erholung auf 77 3/4 % herbei" (1). Man hatte sich mit der Lage abgefunden, und in den ersten Monaten des Jahres 1934 notierte die Anleihe mit Kursen, die den anderen umschuldungsbedrohten Werten gleichkamen.

Aber eine neue Komplikation tauchte auf. Im April 1934 teilte die Berliner Stadtverwaltung der Öffentlichkeit mit, daß es zweifelhaft erscheine, ob die Verkehrsanleihe überhaupt zum 1.10.34 gekündigt werden könne, weil die Anleihe zu den zinsgesenkten Forderungen gehöre, die durch die Notverordnung vom 8.12.31 in den Genuß einer Kündigungssperre getreten seien (2). Monatelang überließ man wieder die Kursbildung dem Einfluß der einen oder anderen Version, und erst mit Veröffentlichung des Umschuldungsangebotes Ende August 1934 erklärte die Stadt endgültig, daß die Anwendung der Kündigungssperre nicht in Betracht komme, weil der Notverordnung u.a. auch für die Gemeindeanleihen eine Ausnahmebestimmung eingefügt sei (3).

---

1) Börsenrundschau in Deutscher Sparkassenzeitung v.25.11.33 Nr.137.
2) § 4 Abs.1 des III. Kapitels der 4. Notverordnung vom 8.12.31 in Guttentagsche Sammlung Deutscher Gesetze Nr.180 S.45.
3) § 4 Abs. 3 im Zusammenhang mit § 1 Abs. 1 des III. Kapitels der 4. Notverordnung, a.a.O. 46 bzw. 31.

Wie wir in diesem Kapitel gesehen haben, sind die Möglichkeiten der Umformung mittel- bzw. kurzfristiger Anleihen durch Umtausch und Prolongation in längerfristige mit allerhand Schwierigkeiten verbunden. Man muß allerdings zugeben, daß ihre Fälligkeit in eine Zeit fiel, in der ein großer Teil der Gläubiger infolge besonderer Ereignisse beunruhigt war und die soeben wiedererlangte Verfügungsgewalt über ihre Kapitalien nicht von neuem aus der Hand geben wollte. Ist auch in normalen Zeiten mit der Wahrscheinlichkeit der Substitution und der Prolongation zu rechnen, so sollte für die Kommunen in Zukunft der Satz gelten: lieber garnicht als kurzfristig bzw. mittelfristig borgen.

G. Der Einfluß von Sicherheiten auf die Kursbildung.

a) Der Begriff der Sicherheit.

Oswald Spengler sieht in dem Versichertseinwollen, das er bei allen Völkern der abendländischen Kultur zu bemerken glaubt, ein Zeichen sinkender Lebenskraft (1). Dieses Krankheitssymptom soll z.B. gegeben sein, wenn der Arbeiter sich gegen Unfall, der Beamte sein Leben usw. versichert und der Sparer auf die Sicherheit seines Geldes bedacht ist.

Spengler verkennt doch wohl den Sinn dieses Handelns, der nicht einer müden Resignation und Unlust zum Lebenskampfe, sondern einer erhöhten Verantwortung und Vorsorge in besseren Tagen für eine Zeit des Mangels entspringt. Der so sich sichernde Mensch steht im Gegensatz zu dem mit einem gewissen Leichtsinn in den Tag hineinlebenden Individuum. Und ist das Streben der Sparer nach erhöhter Sicherheit, das die Jahre nach der Stabilisierung ab Ende 1923 kennzeichnet, nicht auf die völlige Entrechtung und Entblößung von allen Ersparnissen in der Inflationszeit zurückzuführen? Sicherlich wird die Furcht vor nochmaligem Verlust und wiederkehrender Verelendung bestimmend und hemmend auf die Verträge gewirkt haben.

Die vom Anleihebesitzer gewünschte Sicherheit erstreckt sich auf die Zinsen und das Kapital. Wir haben in früheren Kapiteln gesehen, daß Zinsaufschub bzw. Zinsreduktionen sowie Stundungen des Kapitals von einer Reihe von Städten den Gläubigern abverlangt wurden. Die Anleihebesitzer glaubten sich vielfach benachteiligt und in ihren Rechten

---

1) Stotten, P., Weltgeschichtliche Bedeutung des Lohnes. In Hannoverscher Kurier v.3.12.33, 565/66.

bedroht, deshalb waren sie nicht sofort gewillt, Zugeständnisse zu machen. Sie hatten aber nur die Wahl, entweder auf ihre Sicherheit zu pochen und die unbedingte Erfüllung des dem Schuldner durch außergewöhnliche wirtschaftliche Verhältnisse unmöglich Gewordenen zu verlangen oder aber ihrerseits der veränderten Lage Rechnung zu tragen.

„Der Rentner, d.h. der Anleihegläubiger, darf, im Falle er sich für das erstere entscheidet, sich nicht im unklaren darüber sein, daß er wahrscheinlich sehr bald vor der völligen Unmöglichkeit jeder Zinszahlung stehen wird, und daß dann auch seine Kapitalforderung gefährdet ist. Sucht er dagegen seinen Schuldnern durch vorübergehende geringe Opfer in geschäftlicher Beziehung zu helfen, so wird er die spätere Rückkehr zur vollen Zinszahlung erreichen können und seine Kapitalforderung sicher gestalten" (1). Außerdem hat er zu berücksichtigen, daß die dynamischen Kräfte des Wirtschaftslebens sich einen Weg bahnen würden, der dem Gläubiger tausendmal unbequemer wäre, indem „das starre Festhalten an Rechtsansprüchen in außergewöhnlichen Zeiten ungewöhnliche Gefahren in sich birgt, gerade deshalb, weil die praktische Gegnerschaft gegen untragbar gewordene Ansprüche nur zu oft in die Theorie grundsätzlich neuer Rechtsauffassungen umschlägt. Gerade wer das Recht des Anleihevertrages unangetastet erhalten will, sollte Zinsangleichungen, Tilgungsstreckungen ... auf bessere Zeiten verschieben. Denn auch die besterworbenen Rechte verlieren in wirtschaftlicher Notzeit ihren Inhalt, und es ist richtiger, in solchen Zeiten rechtzeitig seine Rechte vorübergehend an die Notzeit anzupassen, um die grundsätzliche Anerkennung solcher Rechte in wirtschaftlich prosperierende Zeiten hinüberzuretten"(2).

---

1) Vgl.Schacht, Zins oder Dividende? Vortrag,gehalten vor d.Deutschen Handelskammer in Basel, abgedruckt in Berliner Börsenztg.v.12.10.33 Nr.579.
2) Schacht, Zins oder Dividende? a.a.O.

So entschieden sich denn auch die Anleihebesitzer nicht für die Shylockrolle, sondern willigten in die für die Zeit der Not geforderten Erleichterungen. Die Gläubiger ließen bei den Verhandlungen, gewarnt durch Vorkommnisse in früheren Jahren (1), ihre Interessen durch den „Sparerbund für das Deutsche Reich", arbeitsgemeinschaftlich verbunden mit dem „Deutschen Rentnerbund" und durch den „Volksbund zum Schutze ersparten Vermögens" vertreten.

Mit dem Risiko einer Stundung der Zinsansprüche belastet zu sein, nimmt der Anleihegläubiger bzw. nahm er bisher hin, ohne Äquivalente zu fordern. Vielleicht wird das in Zukunft nicht mehr so sein. Beim Umtausch der Berliner Schatzanweisungen im März 1933 sicherte man den Zeichnern der neuen Anleihe die Inzahlungnahme zu. Eine weitere Sicherung des Zinses wurde unter dem Kapitel Zinsrisiko und Chance S. 89 ff vorgeschlagen. Für die Zinsreduktion, die mit dem Umtausch in Umschuldungsanleihe verbunden war, gewährte man eine Zinsgarantierung des Reiches.

Neben den Veränderungen im Zinsfuß bilden solche der Bonität des Schuldners das Hauptkursbildungsmoment und setzen den Anleihebesitzer einem noch größeren Risiko aus, denn bei dem durch Zinsherabsetzung bewirkten Kursfall hat man wenigstens die Chance, daß durch das Nachkommen des landesüblichen Zinssatzes auf das niedere Niveau die Kurse wieder bis an die Parigrenze getrieben werden, während ein Fallieren des Schuldners meistens nicht durch die Zeit wieder ausgeglichen werden kann. Auch dem Bonitätsrisiko, das also den Kurs einer Anleihe bis zum Nullpunkt senken kann, steht eine äquivalente Chance nicht gegenüber, denn eine zu ungefähr Pari gezeichnete Anleihe kann nicht besser werden, als sie ist, oder aber, wenn sich die Boni-

---

1) Vgl. Cahnmann u. Hirschberg, Der Schutz der Anleihegläubiger. In Die Wirtschaftskurve, 1933, Heft 3, S. 238 ff.

tät des Schuldners verbessert, so wirkt sich das nicht im Kurse aus (1). Es ist deshalb natürlich, daß es eine Reihe von Sicherungsmaßnahmen gibt, die eine Milderung des dem Kapital vom Schuldner her drohenden Risikos bezwecken. Diese soll erreicht werden dadurch, daß vor der Aufnahme der Anleihe von Staats wegen eine Prüfung der Kreditgrundlagen vorgenommen wird, die somit eine Sicherung vor ungerechtfertigter Anleiheaufnahme zur Aufgabe hat. Sodann soll eine Sachsicherung insbesondere den Rückfluß des Kapitals gewährleisten.

b) Die Mündelsicherheit.

1. Die Landesmündelsicherheit.

Die einem Papier verliehene Mündelsicherheit soll in erster Linie Unmündigen und Unerfahrenen als Wegweiser bei der Auswahl unter den Anlagearten, dann aber auch allgemein dem rentenkaufenden Publikum als ausdrückliche Empfehlung der betreffenden Wertpapiere dienen (2).

Die Berechtigung, die Bezeichnung „mündelsicher" zu führen, ist darin zu sehen, daß wie bei den Stadtanleihen die Aufnahme der Anleihen einer besonderen staatlichen Genehmigung unterworfen wird, und daß über die kommunalen Finanzen eine Staatsaufsicht ausgeübt wird. „In diesem Genehmigungsverfahren werden von Staatsaufsichts wegen Verwendungszweck, Bedingungen und namentlich auch die Tragfähigkeit der neuen Schuldenbelastung für die Gemeinde, also die Frage, ob etwa der Kredit im konkreten Falle die finanziellen Kräfte der Gemeinden übersteigt, eingehend geprüft" (3). Weiterhin wird das

---

1) Schmalenbach, Kapital, Kredit, Zins, a.a.O. S. 123 und S.187.
2) Aust, H.W., Mündelsicherheit, in Magazin d.Wirtschaft, 1928 S.49.
3) Meyer-Lülmann, Kommunalkredit u.Mündelsicherheit. in Sparkasse 1929 Nr.17/18 S.363.

Schuldenwesen der Gemeinden fortlaufend von den Landesregierungen überwacht.

Den so gesicherten Stadtanleihen wird nach den meisten landesrechtlichen Vorschriften die Landesmündelsicherheit verliehen (1). Dies ist auch bei den Stadtanleihen geschehen.

Leider muß von der Vergangenheit gesagt werden, daß die Aufsichtsbehörden ihren Pflichten, den Markt vor nicht tragbaren Anleihen der städtischen Körperschaften zu bewahren, in nicht einwandfreier Weise nachgekommen sind.

Eine Stimme möge hier für alle sprechen. „Daß in zahlreichen Fällen die Kreditaufnahme der Gemeinden weit über das zulässige Maß hinausgegangen ist, daß kurzfristige Kredite entgegen allen finanzwirtschaftlichen Regeln zur Finanzierung langfristiger Kapitalverwendungen genehmigt wurden, daß schließlich auch Kredite zur Deckung des laufenden Defizits nicht nur genehmigt wurden, sondern daß die bedrängten Kommunen, als sie bereits nicht mehr wußten, wie sie die laufenden Ausgaben decken sollten, von Aufsichts wegen geradezu veranlaßt wurden, weitere Defizitkredite aufzunehmen, ohne Rücksicht auf die Interessen ihrer Gläubiger, unterliegt keinem Zweifel, und es ist sehr wahrscheinlich, daß gerade in denjenigen Fällen, in denen die Kommunen schwach zu werden drohen, die staatlichen Aufsichts- und Genehmigungsbehörden für diese Entwicklung mit verantwortlich sind..... Die staatliche Aufsicht hat, darüber darf man nicht im Zweifel sein, jedenfalls in Preußen, in weitgehendstem Maße versagt" (2).

Teilweise trifft dieser Vorwurf mit der ganzen Schwere das eigene Konto der betreffenden Aufsichts

---

1) Genaue Einzelheiten sind zu finden in: Öffentl. Kredit u.Wirtschaftskrise. Einzelschriften z. Statistik des Dt.Reiches Nr.27, Berlin 1933, S.73 ff.

2) x x, Kommunalfinanzen, Gläubiger und Staat. In Der deutsche Ökonomist v.20.5.33 Nr.20 S.647.

behörden, da diese fast alles, was ihnen an Haushaltsplänen vorgelegt wurde, einfach durchgehen ließen; teilweise wurden sie aber auch das Opfer des damaligen Systems, indem es besonders die Großstädte mit Hilfe der politischen Parteien verstanden, die zuständigen Mittelinstanzen (Regierungspräsident und Oberpräsident) zu überspringen und direkt bei den Ministerien Einfluß zu gewinnen (1). So waren die Regierungspräsidenten vielfach garnicht in der Lage, den Oberbürgermeistern gegenüber die Staatsinteressen zu vertreten. Die Bedeutungslosigkeit und das Versagen der Staatsaufsicht wurde schließlich den kommunalen Spitzenverbänden bedenklich. Diese organisierten, aber leider zu spät, eine Kreditkontrolle, die jede Anleihe vor Genehmigung durchlaufen sollte (2).

Zieht man das Fazit aus dem Wert der Landesmündelsicherheit für die Stadtanleihen, so muß gesagt werden, daß es in der Vergangenheit nicht gelang, den Anleihezeichner vor dem Risiko einer nicht gerechtfertigten Kreditaufnahme zu bewahren. So wurden z.B. die Schatzanweisungen der Stadt Frankfurt von 1929 als mündelsicher erklärt, obwohl der Prospekt schon für das Rechnungsjahr 1928 einen Fehlbetrag von 195.744 Mark aufwies. Man belastete also von vornherein den Anleihenehmer mit dem Risiko, daß bei Fälligkeit im Jahre 1932 die Anleihen nicht zurückgezahlt werden würden, da der Kredit ja nicht zur Überbrückung auseinanderliegender Zahlungsfristen, sondern größtenteils zu Neuinvestitionen benutzt wurde.

---

1) Kölnische Zeitung 1934 Nr.16.
2) Reichsrechtliche „Richtlinien für das Schuldenwesen der Gemeinden v.3.12.30, zitiert bei Zschintzsch, Kommunalkredit, Berlin 1931 S.91 ff. Soweit bekannt, erfolgte nur eine Ablehnung im Falle München auf Grund einer zu hohen effektiven Belastung, die nicht 9 1/2 % überschreiten sollte.

x_x^x zieht aus dem Versagen in der Aufsicht die Folgerung, daß bei Eintritt von Schwierigkeiten hinsichtlich der Erfüllung seitens der Städte die Gläubiger einen Regreßanspruch gegen den Staat geltend machen können (1). Das scheint bei allen Vorwürfen gegen die leichtsinnige Genehmigungstätigkeit der staatlichen Behörden zu weit gegangen, da diese niemals eine Haftung aus ihrer Beaufsichtigung noch aus der Verleihung der Mündelsicherheit übernommen haben. Der einzige Risikoausgleich, den der Kreditgebende hier in Zukunft haben wird, liegt in einer strengeren Kontrolle der gemeindlichen Finanzgebarung.

Die Wiederherstellung der Staatsautorität, besonders seit 1933 durch den Nationalsozialismus, brachte dieses verstärkte Aufsichtsrecht, das zuerst im preußischen Gemeindefinanzgesetz und 1935 in der deutschen Gemeindeordnung paragraphiert wurde. Es wird in dem letzteren zunächst bestimmt, daß die Stadtkreise Rechnungsprüfungsämter einrichten müssen, die die Einhaltung des Haushaltsplans und der gesetzlichen Vorschriften, sowie die einzelnen Rechnungen zu kontrollieren haben (2). Der Bürgermeister legt dann die Haushaltsrechnung mit dem Schlußbericht des Prüfungsamtes und der Niederschrift über die Beratung mit den Gemeinderäten der Aufsichtsbehörde vor. Die Aufsichtsbehörden, deren oberste Instanz der Reichsminister des Innern ist, treten nach den neuen Gesetzen viel aktiver in Tätigkeit. Die Haushaltssatzung (Haushaltsplan, Steuersätze, Kassenkredite, außerordentliche Darlehen) ist ihr spätestens einen Monat vor Beginn des Rechnungsjahres vorzulegen (§ 84). Die Aufsichtsbehörde will auch insbesondere über die Errichtung und Erweiterung von wirtschaftlichen Unternehmungen unterrichtet sein, für deren Existenzberechtigung im

---

1) x_x^x. Kommunalfinanzen, Gläubiger und Staat, a.a.O. S.646.
2) Deutsche Gemeindeordnung, a.a.O. § 97.

Gesetz Normen festgelegt wurden. Außer der Gesamtgenehmigung bedarf jeder Kredit einer nochmaligen besonderen Genehmigung vor der Aufnahme (§ 76 und 78).

2. Die Reichsmündelsicherheit und ihre Reform.

Neben der Landesmündelsicherheit können die Stadtanleihen noch die Reichsmündelsicherheit erwerben. (1). Der Anspruch auf Anerkennung der Reichsmündelsicherheit hängt davon ab, ob die Anleihen von Seiten des Gläubigers kündbar oder regelmäßig nach außen zu tilgen sind (2). Trifft keine dieser Voraussetzungen zu (wie z.B. bei den städt. Schatzanweisungen), so kann die Reichsregierung mit Zustimmung des Reichsrats trotzdem die Mündelsicherheit erklären (3). Seit dem 15.2.1934 ist der Reichsrat aufgehoben, und so steht das Recht allein bei der Reichsregierung. Von den an den deutschen Börsen notierten Stadtanleihen wurde nur der Pirmasenser und der Emdener aus formalen Gründen die Reichsmündelsicherheit versagt.

Zwecks Beseitigung der vielseitigen Bestimmungen auf dem Gebiete der Mündelsicherheit tauchten 1929 Bestrebungen auf, die Vorschriften für das ganze Reich einheitlich zu regeln. Die Landesmündelsicherheit sollte hiernach fortfallen und für ganze Kategorien von Wertpapieren eine einheitliche Reichsmündelsicherheit geschaffen werden (4). Die

---

1) BGB. § 1807, I,4.
2) Vgl. Bekanntmachung des Bundesrats v.7.7.1901, zitiert bei Zschintzsch, a.a.O. S.36 u.die Bekanntmachung des Reichsministeriums der Justiz über die Anlegung von Mündelgeld v.16.11.26, RGBl. I, S.490.
3) RGBl. I, S.69, 1931, Reichsgesetz vom 23.3.1931.
4) Vgl. hierzu Rittershausen, Die Reform der Mündelsicherheitsbestimmungen, Jena 1929, S.63.

Erklärung der Reichsmündelsicherheit würde nicht mehr von der Erfüllung gewisser formaler Bestimmungen, sondern von einer Prüfung durch die Reichsregierung abhängen, welche die Erklärung nur ausspricht, „wenn die Sicherheit der Anlage durch die Vermögenslage und Steuerkraft der kommunalen Körperschaft gewährleistet und im Falle des Zahlungsverzuges die Möglichkeit einer Zwangsbeitreibung nicht ausgeschlossen ist (1).

In dem letzten Abschnitt der Klausel für die angestrebte Reichsmündelsicherheit wurde von den Kommunen nahestehenden Kreisen eine Deklassierung, ja sogar eine „Disqualifizierung des kommunalen Kredits" gesehen (2). Tatsächlich stellte sich dann später die Notwendigkeit eines die Stadt kompromittierenden Vorgehens von Seiten der Gläubiger heraus.

Die Stellung des öffentlichen Kredits innerhalb des deutschen Kreditwesens muß unantastbar sein. Diese Forderung gilt umsomehr seit dem politischen Umschwung des Jahres 1933, der dem autoritären, totalen Staat höchste und konkurrenzlose Kreditfähigkeit einträgt. Er legt ihm aber zugleich auch die Pflicht auf, für stärkste Sicherheit seiner Kredite und die seiner Unterglieder Sorge zu tragen (3), wie es ja jetzt mehr als früher bereits bei der Aufnahme durch ein vorsichtiges Prüfen der Unterlagen von Seiten der Aufsichtsinstanzen besorgt wird.

Infolgedessen erübrigt sich eine nochmalige Prüfung. Daß aber so oder so mit den verwirrenden ein-

---

1) Leitsätze z.Reform d.Mündelsicherheit, In Bankarchiv v.15.7.29 Nr.20 S.367; vgl.auch Trumpler, Zur Reform der Mündelsicherheit. In Bankarchiv Nr.22 S.393.

2) Vgl. Meyer-Lülmann, Kommunalkredit u.Mündelsicherheit, a.a.O. S.363-64.

3) Vgl. Noll, Der staatliche Kredit im neuen Staat, in der Deutschen Sparkassenzeitung vom 8.7.33 Nr.78, und in der Deutschen Bergwerkszeitung vom 6.8.33 Nr. 183.

zelstaatlichen Bestimmungen bald Schluß sein dürfte, ist bestimmt anzunehmen, besonders da ja durch das Reichsreformgesetz vom 30.1.34 die Hoheitsrechte der Länder auf das Reich übertragen worden sind.

Nach der heute so eingehenden Prüfung hinsichtlich der Tragfähigkeit der Anleihen für die Städte als auch für den Kapitalmarkt, sollte es möglich sein, die Stadtanleihen zum Reichsbanklombard effektiv zuzulassen (die theoretische Möglichkeit dazu ist im Gesetze seit langem festgelegt), damit die Anleger im Falle vorübergehender finanzieller Notlage nicht zur Veräußerung zu gesunkenen Kursen schreiten müssen.

c) Die stadteigene Sicherheit.

1. Die Steuerkraft.

aa) Unterschiede in der Steuerkraft bei den einzelnen Gemeinden.

Dem Anleihebesitzer soll der Rückfluß des Kapitals gesichert werden. Die Stadt verspricht ihm bei der Zeichnung, für die Verpflichtungen „mit ihrer ganzen Steuerkraft" zu haften. Diese Kreditsicherung ist für die Stadtanleihen (wie auch für die Anleihen des Reichs und der Länder) als charakteristisch anzusehen. Damit kann auf eine Sicherungsquelle zurückgegriffen werden, die der Privatobligation fehlt. Das Sachrisiko der letzteren ist deshalb größer und dementsprechend auch der Kurs im allgemeinen niedriger. So begründet sich die Ursache der normalerweise vorhandenen Kursrelation, die ansteigt von Privatobligationen über Stadtanleihen zu Anleihen der Länder und des Reiches, dessen Steuerkraft natürlich aus dem größten Reservoir schöpfen kann. Differenzierungen in der Steuerkraft sind aber auch wieder bei den einzelnen Städten vorhanden. Deshalb müssen wir zunächst diese Steuerkraft kennenlernen, ehe wir den durch sie ausgeübten Ein-

fluß auf die Kurse der Stadtanleihen untersuchen.

„Die Einkommen- und Körperschaftssteuer, im ganzen Reich einheitlich veranlagt und erhoben, bilden eine geeignete objektive Meßziffer für die allgemeine Steuerkraft der Städte" (1). Die letzten Angaben liegen für 1929 vor, das vielleicht als Normaljahr angesprochen werden kann. Aus der nachfolgenden Aufstellung ergibt sich eine starke Abstufung zwischen der Stadt mit dem höchsten Erträgnis von 142,32 RM bei Ludwigshafen bis zu der mit dem niedrigsten Erträgnis von 44,62 RM bei Gelsenkirchen. Bei genauerem Betrachten der Reihenfolge lassen sich leicht Gruppen von Städten zusammenstellen, die nach der steuerlichen Leistungsfähigkeit der Bevölkerung infolge ihnen zugrundeliegender einheitlicher Wirtschafts- und Bevölkerungsstruktur gebildet werden.

Steuerkraft der auf dem Anleihemarkt auftretenden größeren deutschen Städte auf Grund von Einkommen- und Körperschaftssteuer je Einwohner für das Steuersoll 1929 (2,3)

Stadt	Einwohner in 1000	Steuersoll in RM
1. Ludwigshafen	105	142,32
2. Berlin	4236	134,72
3. Frankfurt/M.	555	126,92
4. Düsseldorf	499	114,70
5. Heilbronn	60	112,67
6. Leipzig	712	109,85
7. Mannheim	276	109,70
8. Dresden	649	107,04

---

1) Rübel, die Steuerkraft der Ruhrgebietsstädte. In Ruhr und Rhein, Heft 11, 1934 S. 174.
2) Rübel, Die Steuerkraft der Ruhrgebietsstädte, a.a.O. S.175.
3) Für die folgenden Städte konnten die Unterlagen nicht beschafft werden: Altenburg, Baden-Baden, Eschwege, Esslingen, Eisenach, Emden, Hanau, Kolberg, Pirmasens, Riesa, Weimar, Zittau.

Stadt	Einwohner in 1000	Steuersoll in RM
9. Darmstadt	93	97,67
10. München	735	94,51
11. Köln	750	94,18
12. Heidelberg	85	90,33
13. Wiesbaden	160	89,26
14. Nürnberg	410	83,77
15. Braunschweig	157	82,85
16. Zwickau	85	80,05
17. Aachen	163	78,59
18. Stettin	270	78,51
19. Pforzheim	80	77,66
20. Mainz	142	76,73
21. Magdeburg	306	74,32
22. Kassel	175	74,22
23. Ulm	62	74,19
24. Wuppertal	408	73,74
25. Bonn	99	73,16
26. Duisburg	440	71,72
27. Hagen	148	71,69
28. Plauen	114	70,79
29. Gera	84	69,41
30. Breslau	625	68,33
31. Essen	655	67,52
32. Koblenz	65	64,10
33. Augsburg	177	63,96
34. Mühlheim	133	63,18
35. Königsberg	316	58,56
36. Kiel	218	57,93
37. Görlitz	94	57,74
38. Solingen	140	55,34
39. Bochum	314	52,69
40. Oberhausen	192	47,24
41. Gelsenkirchen	332	44,62

1. Eine auffallende Sonderstellung nehmen unter den deutschen Gemeinden die Ruhrgebietsstädte ein, die außergewöhnlichen finanziellen Nöten ausgesetzt

sind (1). Als Kohlen- und Eisenzentren weisen die Städte Duisburg, Essen, Bochum, Oberhausen und Gelsenkirchen eine einheitliche Struktur auf, die natürlich auch gleichartige Ausstrahlungen auf die örtliche Finanzkraft hervorrufen. Die geringe einkommensteuerliche Leistungsfähigkeit dieser Städte ist auf die im Vergleich zu andern Städten große Anzahl keinem Beruf nachgehender Frauen und Jugendlicher zurückzuführen. Die daher vorhandene geringe Zahl von Erwerbstätigen gehört außerdem den prozentual wenig besteuerten Einkommensstufen an. Bei der Körperschaftssteuer läßt der arbeitsintensive Bergbau natürlich auf den einzelnen Kopf der Bevölkerung nur wenig Ertrag erscheinen. Als Durchschnitt ergibt sich eine Steuerkraft für die genannten Städte von RM 56,75.

2. Durch eine schon günstigere Finanzlage zeichnet sich eine zweite Gruppe von Kommunen aus, die sich in ihrem wirtschaftlichen und landschaftlichen Aufbau eng an die Ruhrgebietsstädte anlehnt. Sie umfaßt Wuppertal, Hagen, Mülheim und Solingen, zu denen man wegen ihres industriellen Charakters auch noch die sächsisch-thüringischen Städte Plauen und Gera rechnen kann. Die Art der industriellen Tätigkeit bringt es mit sich, daß hier die Zahl der Erwerbstätigen durch beruflich tätige Frauen und Jugendliche vergrößert wird, sodaß sich der durchschnittliche Ertrag aus den genannten Steuern auf 67,36 RM stellt.

3. Einen außerordentlich schwierigen Kampf mit der Ungunst der wirtschaftlichen Lage haben einige Städte zu bestehen, die infolge des Versailler Diktats oder früherer Vernachlässigung des deutschen Ostens in Not geraten sind. Zu diesen gehören Königsberg, Breslau und die fast als Oststadt zu betrachtende Kommune Görlitz, sowie das bis in die

---

1) Most, O., Die Finanzlage der Ruhrgebietsstädte unter der Einwirkung der Wirtschaftskrise und des Finanzausgleichs. Teil I Jena 1932.

letzte Zeit unter den Kriegsfolgen stark leidende Kiel. Der durchschnittliche Ertrag beziffert sich bei diesen Städten auf nur 60,64 RM und kommt der ersten Gruppe sehr nahe.

4. Als mittlere Hafenstädte stehen Stettin mit 78,71 RM und Emden unter den deutschen Städten wohl vereinzelt da.

5. Als typische, verwandte Charakterzüge tragende Rentnerstädte können Bonn und Koblenz angesprochen werden, die infolgedessen in der steuerlichen Leistungsfähigkeit ihrer Einwohner nicht viel differieren. Der Durchschnittsertrag ist mit 68,63 RM niedrig, wobei nur darauf hingewiesen zu werden braucht, daß die Körperschaftssteuer hier wie bei der folgenden Gruppe nur wenig liefern kann.

6. Die bei dieser Aufteilung zugrunde gelegten Gliederungsmerkmale führen Städte wie Wiesbaden und Heidelberg zusammen, deren steuerliche Leistungsfähigkeit in erster Linie durch den Geld ins Land tragenden Fremdenstrom beeinflußt wird. Die Kennziffer beträgt hier 89,79 RM. Die Stadt Baden-Baden ist auch zu dieser Gruppe zu rechnen, deren Kassenlage infolge des in der Krise darniederliegenden Kurbesuches und besonders infolge bedeutender Steuerrückstände großer Hotels erheblich beeinflußt wurde.

7. Die gemischten Industriestädte kommen in manchem der Struktur der zweiten Gruppe nahe, unterscheiden sich aber merklich von jenen durch eine vielseitigere Streuung der gewerblichen Interessen und der Einkommensmöglichkeiten. Der Kopfbetrag beläuft sich auf 76,93 RM für folgende Städte: Nürnberg, Braunschweig, Zwickau, Aachen, Pforzheim, Kassel, Magdeburg, Augsburg.

8. Am günstigsten hinsichtlich der Steuerkraft stehen wohl die alten sowie die neueren Handelsstädte mit ausgesprochenem Großstadtcharakter da, die auch in einer ertragreichen industriellen Tätigkeit Ergänzung finden, wie Berlin, Frankfurt, Düsseldorf, Mannheim, Leipzig, Dresden, München und Köln. Der

Durchschnittsbetrag pro Kopf ist 111,45 RM. Hier muß besonders darauf hingewiesen werden, daß hohe Durchschnittseinkommen und bei der chemischen Industrie auch hohe Körperschaftssteuererträge aufgebracht werden. Zudem ist die Zahl der Erwerbstätigen sehr hoch, zumal bei Städten wie Berlin die Kinderzahl äußerst gering ist.

9. Als außergewöhnlicher Sonderfall muß noch Ludwigshafen erwähnt werden, das infolge des hohen Wertes seiner Produktion an Körperschaftssteuer allein 60,69 RM pro Einheit aufbringt, während die ihr nächstkommenden Städte wie Düsseldorf, Mannheim und Frankfurt nur wenig mehr als 20 RM aufweisen. Der Kopfbetrag für beide Steuern beträgt 142,32 RM für Ludwigshafen.

Innerhalb der hier gebildeten einzelnen Gruppen sind natürlich noch manche Differenzierungen vorhanden, was teils auf die unterschiedliche Einwohnerzahl, teils aber auch auf eine doch noch bestehen bleibende verschiedene wirtschaftliche Struktur zurückzuführen sein dürfte.

In der Krise hat sich natürlich nicht nur ein allgemeiner, empfindlicher Rückgang der Steuererträgnisse geltend gemacht, da die Ausfälle bei den regulären Steuern durch strangulierende Notsteuern nur zum Teil wettgemacht werden konnten, sondern es trat noch eine außergewöhnliche Verschärfung in den meisten Großstädten der bisherigen Notstandsgebiete und in den mit besonders krisenempfindlicher Wirtschaftsstruktur versehenen Städten ein.

Einen Anhaltspunkt für die Entwicklung gewinnt man durch die Betrachtung der Bürgersteuern, deren Bedeutung für die Herstellung des Haushaltsgleichgewichts bekannt ist. Die seit 1930 von den Gemeinden in steigenden Quotensätzen erhobene Steuern wird nach dem seit 1931 nicht veränderten, nach 11 Einkommensstufen gestaffelten Grundtarif erhoben (1).

---

1) Vgl. Stat. Jahrbuch deutscher Gemeinden, 27.Jahrgang, Jena 1932, S. 370.

Bürgersteuer 1934 in Prozenten des Reichssatzes.(1).

900 %	800 %	750 %	700 %
Ludwigshafen	Emden	Gera	Heidelberg
Stettin		Weimar	Leipzig
		Eisenach	Dresden
		Altenburg	Nürnberg
			Kolberg
			Kiel

600 %	500 %	300 %
Mainz	Berlin	Pirmasens
B-Baden	Breslau	
Mannheim	Dortmund	
Esslingen	Gelsenkirchen	
Riesa	Bochum	
Zittau	Magdeburg	
Zwickau	Wiesbaden	
Plauen	Hagen	
Augsburg	Hanau	
München	Ulm	
Koblenz	Heilbronn	
Bonn	Braunschweig	
Görlitz	Pforzheim	
Mülheim	Darmstadt	
Solingen		
Aachen		
Oberhausen		
Königsberg		
Wuppertal		
Duisburg		
Düsseldorf		
Frankfurt/M.		
Essen		
Köln		

---

1) Stat. Jahrbuch, S.380 ff., 29. Jahrg. 1934, Jena.

In welchem Ausmaß z.B. bei Ludwigshafen die Steuererträge (vgl.S. 200) zurückgegangen sein müssen, ist daraus ersichtlich, daß diese Gemeinde erst für 1934 die Steuer von 1100 % auf 900 % ermäßigen konnte. Die vorstehend genannten Erhebungssätze haben sich von 1934 auf 1935 (soweit durch Zeitungsnotizen bekannt wurde) nur bei folgenden Städten verändert: Berlin erhöhte die Steuer von 500 % auf 600 %, und Weimar setzte sie von 750 % auf 1000 % herauf.

Daß die Not der Gemeinden in den Jahren ab 1929 immer größer wurde, hatte verschiedene Ursachen. Da war zunächst die eigene Schuld der Gemeinden: nicht nur wurden die während Krieg und Inflationszeit zurückgestellten Aufgaben in den darauf folgenden Jahren nachgeholt, sondern manche Städte glaubten den Kreis auch auf das risikoreiche unternehmerische Gebiet ausdehnen zu müssen, das natürlich für die öffentlichen Gemeinwesen völlig ungeeignet war. Die mit Wucht hereinbrechende Krise fand die Gemeinden völlig reservelos und Teile des Vermögens mit einem unrentabel investierten und hoch verzinslichen Schuld belastet (s.nächstes Kapitel S. 210 ff).

Die andere Wurzel der finanziellen Notlage der Gemeinden, die von „einem Zusammenbruch der Gemeindefinanzen" sprechen ließ, beruhte hauptsächlich auf der Zwickmühle, in die die Gemeinden einmal durch die von Monat zu Monat steigende Zahl der zu unterstützenden Erwerbslosen und auf der anderen Seite durch das Zusammenschrumpfen der Steuererträge gerieten, sodaß jede finanzielle Voraussicht unmöglich wurde. Der Aufwand für Wohlfahrtserwerbslose betrug bei den preußischen Gemeinden und Gemeindeverbänden in Mill. Mark: (1)

	1928	1929	1930	1931	1932	1933	1934
Unterstützungsaufwand f. Wohlfahrtserwerbslose	125	230	500	925	1452	943	564

---

1) Gemeindetag, Nr.9 u.10, 1933 S.372 bzw. 427.

Die Städte waren unmöglich in der Lage, diesen sich überschlagenden Anforderungen aus eigenen Mitteln gerecht zu werden. Die städtischen Schulden stiegen rasend (1928 6,5 Milliarden und 1931 11,2 Milliarden). Bald gab es niemanden mehr, der den Gemeinden noch neue Kredite gewährt hätte, noch hätte gewähren können. Bei einer Reihe von Städten wurde die Zahlungseinstellung nur dadurch vermieden, daß das Reich ab 1931 mit der Reichswohlfahrtshilfe in den dringendsten Fällen beisprang. Mit der Abnahme der Arbeitslosen ab 1933 infolge der erfolgreiche Maßnahmen der Reichsregierung und mit dem Fortfall des „Krisenfünftels" (1), d.i. der Gemeindeanteil an den Kosten der Krisenfürsorge, wurde natürlich auch vom Reiche der erwähnte Zuschuß, der sich z.B. von 1931 bis 1932 von 225 auf rund 705 Millionen steigerte, schon von der zweiten Hälfte des Jahres 1933 ab gesenkt. Das Jahr 1934 brachte eine Kürzung in noch stärkerem Maße als die verringerte Arbeitslosigkeit, sodaß dem Rückgang der Kosten für die Wohlfahrtserwerbslosen um 379 Millionen von 1933 auf 1934 (siehe Aufstellung auf S. 202) eine Verminderung der Reichswohlfahrtshilfe von 471 Millionen gegenübersteht. Mithin haben die preußischen Gemeinden für 1934 92 Millionen mehr als im Vorjahr für die Wohlfahrtserwerbslosen aus eigenen Mitteln aufbringen müssen. Man geht nach alldem wohl nicht fehl zu behaupten, daß die städtischen Haushalte durch die Fürsorgelasten noch immer mehr als normal belastet werden.

Den im Laufe der Jahre von 1929 bis 1932 gesteigerten Ausgaben bei den Städten standen sinkende Deckungsmittel gegenüber, von denen in der gleichen Zeit die speziellen um rund 1233 Millionen und die aus eigener Kraft aufzubringenden um 2650 Millionen

---

1) Dies bedeutet z.B. für Frankfurt a.M. eine jährliche Entlastung von 1,8 Mill. RM. (Frankfurter Zeitung vom 30.9.33 Nr.729).

trotz stärkster Anspannung von Notsteuern zurückgingen (1). Die von den Gemeinden rigoros betriebene Ausgabenminderung, die von 1929 bis 1932 einen Effekt von 2,6 Milliarden erzielte, konnte es nicht verhindern, daß der Gesamtfehlbetrag für das Rechnungsjahr 1932/33 über 1 Milliarde betrug, wie sich aus den vorstehenden Ziffern ergibt.

Für das Rechnungsjahr 1933/34 konnte das Defizit der preußischen Gemeinden auf rd.700 Mill.RM gesenkt werden, wie sich aus dem Taschenbuch der Finanzstatistik ergibt. Dieser Effekt war der besonders günstigen Entwicklung zu verdanken, die sich bei vielen Städten infolge der Verbesserung der Steuereinnahmen und Betriebsüberschüsse, der wohltätigen Wirkung der Gemeindeumschuldung, der Zinsermäßigung usw. einstellte. So gelang es der Stadt Berlin den veranschlagten Fehlbetrag von 89 Mill.RM auf 5,4 Mill.RM beim endgültigen Abschluß für das Jahr 1934/35 zu senken (2). Der Frankfurter Haushalt schloß ohne Fehlbetrag ab (vorgesehen waren im Voranschlag 3 Mill.)(3). Die Kämmerer wiesen jedoch vielfach darauf hin, sich nicht für die Zukunft einem zu großen Optimismus hinzugeben, und bei der Vorlage der Haushaltspläne für 1935/36 wurde betont, daß noch mit weiteren Fehlbeträgen für das laufende Jahr zu rechnen sei. So hofft Berlin, daß im März 1936 die Defizitjahre der Vergangenheit angehören. Frankfurt veranschlagte nochmals einen Fehlbetrag von 3 Mill.RM. Vor allem sind die Etats der Ruhrstädte noch nicht wieder ausgeglichen. Es liegt dies an den noch bestehenden Wohlfahrtslasten, an dem Mehrbedarf bei Personalausgaben (Wegfall der Gehaltseinbehaltung, steigende Versorgungslasten),

---

1) Wirtschaft und Statistik, 1933 Nr.20, Sonderbeilage.
2) Frankfurter Zeitung vom 22.7.1935, 369.
3) Lehmann, F., Der Jahresbeschluß der Stadt Frankfurt a.M. in Rhein-Mainische Wirtschaftszeitung, Nr.14, 1935, S.428.

an der Verminderung gewisser Steuern (Kraftfahrzeugsteuer, Bürgersteuer), an der Notwendigkeit, die Drosselung des Sachbedarfs zu lockern usw.

Es muß also nach wie vor der eiserne Wille herrschen, mit den zur Verfügung stehenden Mitteln auszukommen. Sind die letzten Krisenschäden beseitigt, muß daran gegangen werden, die meist völlig aufgezehrten Rücklagen wieder zu schaffen. „Erst dann wird auch die kommunale Finanzwirtschaft wieder mehr Bewegungsfreiheit gewinnen können. Heute ist sie notwendig weitgehend von Reichs wegen reglementiert. Erst nach der völligen Konsolidierung wird auch die Frage auftauchen können, wie weit etwa die Gemeinden zu aktiver Konjunkturfinanzpolitik herangezogen werden können und wie weit ihnen über den jetzigen Zustand der „finanziellen Administration" eigene Initiative unter eigener finanzieller Verantwortung und Verfügungsfreiheit wieder gegeben werden kann" (1).

Das letztere Problem ist auch von dem künftigen Finanzausgleich abhängig. Dieser ist nicht nur wichtig für die Gesamtheit der Gemeinden betr. Ausmaß der eigenen Bewegungsfreiheit und damit der Selbstverwaltung, sondern auch für die einzelne Gemeinde, deren individuelle Leistungsfähigkeit zu berücksichtigen ist (2).

Wir haben gesehen, daß die Steuern in den Jahren, in denen sie zur Bezahlung von Kapitalverpflichtungen hätten angespannt werden sollen, nicht ergiebig genug waren. Das Anziehen der Steuerschraube brachte zwar erhöhte Einnahmen. Die Verwendung dieser Beträge jedoch für vordringliche Zwecke ermöglichte es nicht, sie dem Anleihedienst verfügbar zu machen. Es zeigt sich also, daß selbst ein Rückgriff auf die Steuerkraft dem Anleihebesitzer weder den unbedingten Eingang seiner Forderung zu sichern

---

1) Frankfurter Zeitung v.16.8.1935, 415, Rekonvaleszenz der Gemeindefinanzen.
2) Vgl. Rübel, a.a.O. S.179.

noch ihn des Bonitätsrisikos zu entheben vermag. Trotzdem spiegelt sich die Steuerkraft in den Kursen wieder, weil der Anleihebesitzer in den kritischen Jahren bei den steuerlich weniger gut fundierten Städten weitere Bonitätsverschlechterungen vermutete und infolgedessen diesen Besitz abstieß.

bb) Anleihevergleich auf Grund der Steuerkraft.

Die zu Anfang dieses Kapitels aufgezeigten grundsätzlichen strukturellen Unterschiede in der Steuerkraft der deutschen Städte spiegeln sich in so fein differenzierten Abstufungen natürlich nicht in den Kursen wieder, können es auch deswegen nicht, weil andere Momente, wie Vermögensverhältnisse usw. mit in Rechnung gezogen werden müssen. Deshalb wurde davon abgesehen, für jede Stadtgruppe einen Prototyp zum Anleihevergleich herauszuwählen. Es wurden lediglich die Anleihen einiger Städte mit unterschiedlicher Steuerkraft zu einem Vergleich zusammengestellt.

Bei der Gelsenkirchener Anleihe (Tilgung ab 1.11.29, fällig am 1.11.53) und der Hagener Anleihe (Tilgung ab 1.7.33, fällig am 1.7.52) betrugen die monatlichen Durchschnittskurse:

	Gelsenkirchen	Hagen
1929	86,4	86,58
1930	89,77	89,31
1931	87,53	87,11
1932	48,63	49,33
1933	69,66	71,59
1934	83,54	84,32

Obwohl der Unterschied in der Steuerkraft (44,62 und 71,69 RM) nicht unbedeutend ist, notieren die Anleihen nur wenig unterschiedlich, erst 1933 schält sich ein fast 2 %iger Vorsprung der Hagener Anleihe heraus, der 1934 bis auf 0,78 % zurückgeht. Es ist bemerkenswert, daß die Unterschiede zwischen den beiden Anleihen hauptsächlich um die Mitte des Jahres sich bemerkbar machten, in einer Zeit, in der ja di

Stadtanleihen wegen auftauchender finanzieller Schwierigkeiten in den letzten Jahren immer besonders schwach lagen.

Deutlicher wird die Bewertung der Steuerkraft, wenn wir zwei Anleihen von Städten wählen, die hinsichtlich ihrer wirtschaftlichen Struktur größere Unterschiede aufweisen, wie z.B. die Oberhauser Anleihe (Tilgung ab 1.4.31, fällig am 1.4.51) und die Mannheimer Anleihe von 27 (Tilgung ab 1.8.28, fällig per 1.8.52). Hier ergeben sich folgende monatlichen Durchschnittskurse:

	Oberhausen	Mannheim
1927	80,06	79,63
1928	77,28	78,55
1929	73,20	74,00
1930	75,16	75,30
1931	73,11	73,00
1932	49,87	53,43
1933	69,62	73,04
1934	82,43	86,90

Mögen die geringeren Differenzen in den Jahren 1927-30 auf Zufall oder auf den zeitlich etwas unterschiedlichen Beginn der Tilgung zurückzuführen sein, so drückt sich in dem rund 3 ½ %igen Unterschied von 1932 und 33 und dem sogar fast 4 ½ %igen von 1934 die verschiedenartige Bonität auf Grund der Steuerkraft aus (Oberhausen 47,23, Mannheim 109,70).

Weiter seien noch zwei Auslosungsanleihen angeführt (die anderen waren Rückkaufsanleihen), die zeigen, daß auch bei Städten mit mittlerer (Stettin 78,71 RM) und guter Steuerkraft (Leipzig 109,85 RM) sich dieser in der Bewertung geltend machte.

	Stettin (Tilgung ab 1.4.30 fällig per 1.4.50)	Leipzig von 28 (Tilgung ab 1.6.34 fällig per 1.6.54)
1929	91,45	89,5
1930	92,59	92,25
1931	92,77	90,6
1932	62,06	63,68
1933	74,95	77,43
1934	86,88	90,00

Der frühere Tilgungsbeginn bei Stettin erklärt den Kursvorsprung in den ersten Jahren. Für 1932,33,34 sehen wir wieder bestätigt, daß die Steuerkraft ihre Auswirkung im Kurse hat.

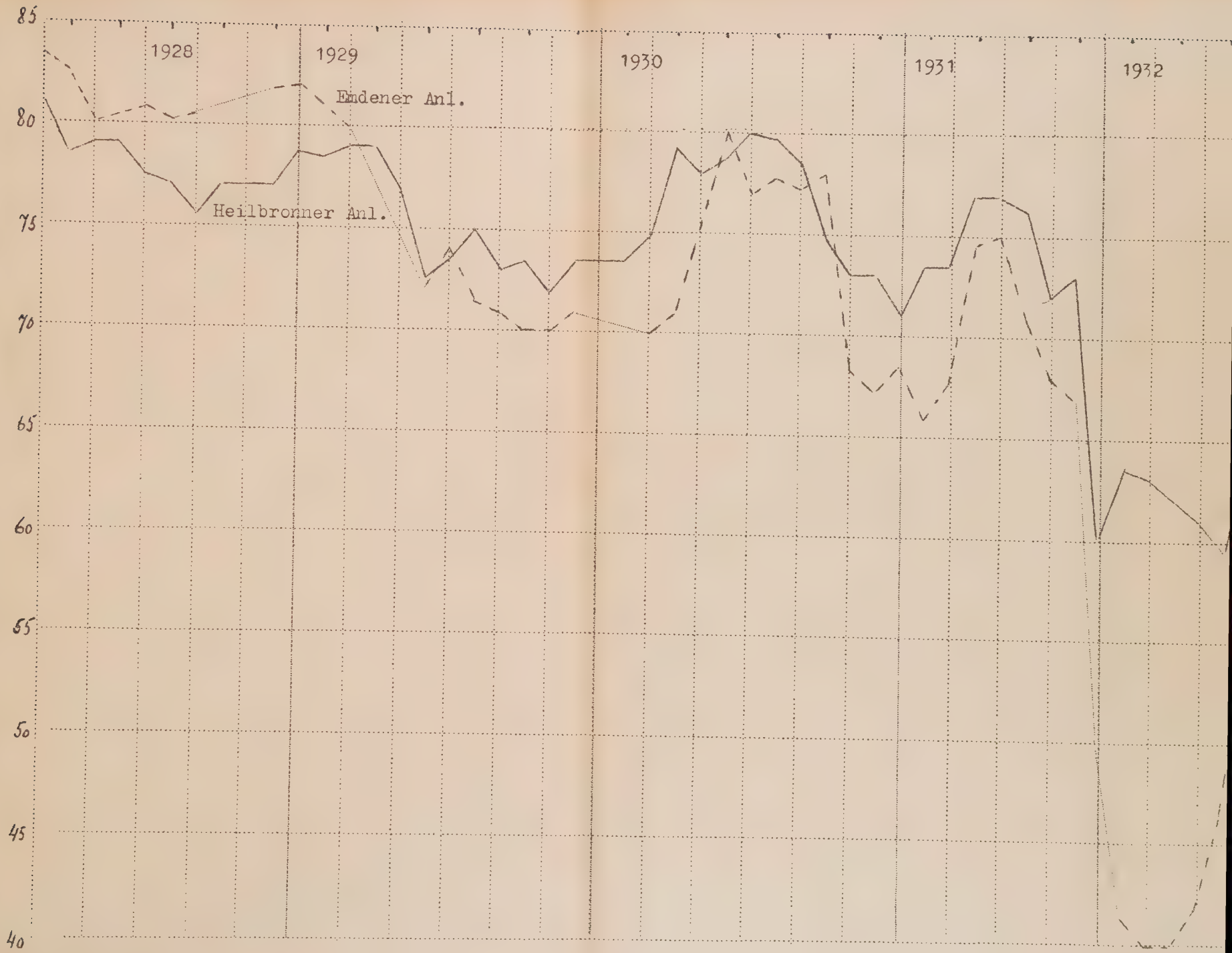
Nun könnten noch beliebig viel solcher Beispiele angeführt werden. Auf der anderen Seite muß aber auch gesagt werden, daß es Anleihen gibt, die gleiche Kurse, aber eine verschiedene Steuerkraft haben, oder die die gleiche Steuerkraft, aber unterschiedliche Kurse aufweisen. Diese Tatsache entkräftet aber nicht die tatsächliche Kurseinwirkung der Steuerkraft, die in solchen Fällen eben durch andere Momente überkompensiert wurde, wie z.B. durch einen trotz guter Steuerkraft schlechten Vermögensstand oder durch ungünstige Liquiditätsverhältnisse usw.

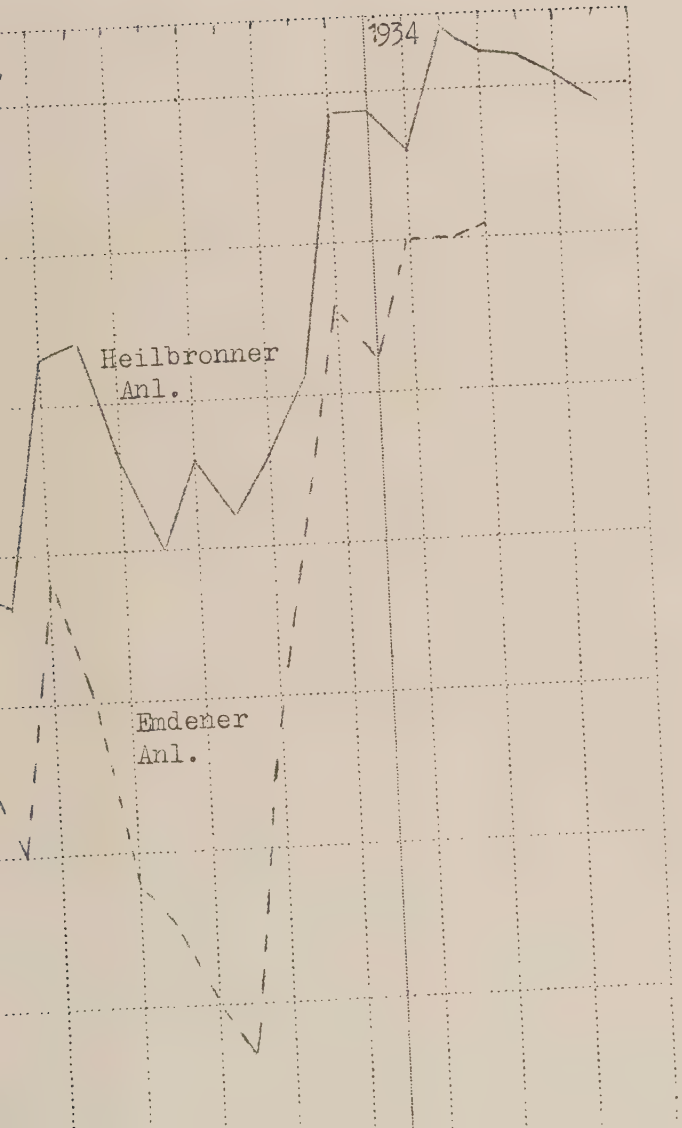
Die bisher angeführten Beispiele gaben nur einen durchschnittlichen Kursvergleich wieder. Um ein genaues Bild von der Einwirkung der Steuerkraft zu geben, sei im folgenden der Kursverlauf zweier Anleihen aufgeführt. Es handelt sich um die 6 %ige Emdener Anleihe von 26 (Tilgung bis 1.6.61, aber nur intern) und die 6 %ige Heilbronner (1) Anleihe von 27 (Tilgung ab 1.10.32 zu 0,9 % bis 1.10.66). Auf Grund der Tilgungsverhältnisse sollte man annehmen, daß die Emdener Anleihe, solange sich bei der Heilbronner Anleihe der effektive Tilgungsrückkauf nicht vollzieht, auf Grund des fünf Jahre früheren letzten Tilgungsjahres etwas über der Heilbronner Anleihe liegen müßte, und daß ab 1932 sich eine Korrektur dahingegen vollzöge, daß der Kurs der Heilbronner Anleihe auf Grund der Tilgungsnachfrage zumindest an die Vergleichsanleihe herangeführt würde.

Das Schaubild bestätigt unsere Annahme betreffs des anfänglichen Kursverlaufs. Aber schon im Jahre 1929 und in den folgenden Jahren liegt mit einzelnen Ausnahmen die Heilbronner Anleihe mehr oder .

---

1) Notiz in Stuttgart.


85
80
75
70
65
60
55
50
45
40
1928
1929
1930
1931
1932
Emdener Anl.
Heilbronner Anl.


1934
Heilbronner
Anl.
Emdener
Anl.

weniger über der Emdener. Es ist dies die Auswirkung der Beurteilung der Finanzlage der beiden Städte. Eine Annäherung der Anleihen oder ein Höherliegen der Emdener Anleihe ist hinfort nur in Zeiten von Konversionshoffnungen, wie Mitte 1930, Anfang 1931, 1933 und 1934 zu konstatieren. Die Kursunterschiede sind am größten zur Zeit der Tiefstkurse. Auch diese Tatsache bestätigt unsere Annahme, da ja bekanntlich zur Zeit der Konversion der Zins als Kursbildungsfaktor in den Vordergrund tritt. Die Heilbronner Anleihe wurde eben in den letzten Jahren günstiger beurteilt als die Emdener, „da ja bekanntlich die Kommunen in Württemberg viel besser dran waren als im übrigen Reich, und dann ist Heilbronn eine aufstrebende und aufblühende Stadt mit größerer Industrie und zugleich die einzige Hafenstadt in Württemberg" (1).

In dem 15-20 %igen Kursunterschied in den Jahren 1932 und 1933 dürfte sich aber auch noch die Tatsache auswirken - die freilich auch in der übrigen Zeit bestand - ,daß die Anleihe der Stadt Heilbronn „sehr gut plaziert" ist, „so daß immer nur sehr wenig Material an den Markt kam, und daß im übrigen die Emissionsbanken eine gute Kurspflege betreiben" (1).

Abschließend können wir also sagen, daß sich die Kursbildung in den Jahren bis einschließlich Mitte 1931 im allgemeinen ohne Rücksicht auf die verschiedene Steuerkraft mancher Städte vollzog. Deutlich in den Kursen nachzuweisen ist dieses Kursmoment aber für die Jahre 1932, 33 und auch noch 1934. Diese Kursbildung hatte, so bedauerlich sie an und für sich war, ihre Berechtigung, denn in diesen Jahren war das Risiko, daß die Kupons aus Mangel an Steuermitteln nicht honoriert werden konnten, bei einer Reihe Stadtanleihen ziemlich groß. Das Versprechen der Städte, mit ihrer ganzen Steuer-

---

1) Aus einem Briefe eines Stuttgarter Kursmaklers an den Verfasser.

kraft für die Bedienung der Anleihen einzutreten, vermochte also nicht, die Forderungen der Anleihegläubiger in jedem Falle zu sichern. Im folgenden soll untersucht werden, inwieweit diese Sicherung durch das gesamte Vermögen erfolgte.

2. Gesamtes Vermögen.

aa. Bewertung.

Die Sicherung der Stadtanleihen soll auch noch durch das „gesamte gegenwärtige und zukünftige Vermögen" erfolgen. Wir müssen hier etwas weiter ausholen und zuerst uns mit den vergangenen Vermögen beschäftigen, das die Städte zur Zeit ihrer Anleiheemissionen aufwiesen und das sie zur Grundlage ihrer Kreditgesuche den Aufsichtsinstanzen und dem Publikum präsentierten.

Die anliegende Tabelle nimmt einen Vermögensvergleich vor, der in den meisten der Fälle den 31.3.1926 und den 31.3.1929 als Stichtag hat. Diese Daten wurden gewählt, weil sie zu einer Gegenüberstellung aus folgenden Gründen besonders günstig erschienen: Die Zahlen von 1926 spiegeln den Zeitpunkt wieder, an dem die Städte ein Vermögen ausweisen, das durch wesentliche Erstellungen seit der Stabilisierung nicht verändert sein dürfte und an dem die Städte dank der Inflation sozusagen von Schulden frei waren. Ferner stellt die Zeit zu Anfang 1926 eine Periode des Überganges zu einem Aufschwung aus einer Krise dar, die den Kommunen immerhin reichliche Steuern eingetragen hatte. Also die städtischen Finanzen stehen zu Anfang 1926 in hellem Glanze dar. Es folgen nun Jahre des Überflusses, die zu schildern sich erübrigt. Anfang 1929 war der Zeitpunkt der höchsten Konjunktur sicherlich schon überschritten, aber immerhin rollten die Steuergelder noch, und die Krise mit dem Heer der Arbeitslosen hatte noch nicht die finanziellen Kräfte der Städte beansprucht. Somit scheint der 31.3.1929 der

Tabelle 1.

Vergleich des Vermögens und der Schulden in Millionen Reichsmark bei einer Reihe von Städten in den Jahren 1926 und 1929 (1,2).

	1926 (meist p.31.3.)		1929 (meist p.31.3.)		Veränderungen bei		Reinvermögen
	Vermögen	Schulden	Vermögen	Schulden	Vermögen	Schulden	
Aachen (3)	132	11,32	132	32	+-0	+20,68	-20,68
Altenburg	17,76	2,42	18,85	7,42	+ 1,09	+ 5,0	- 3,81
Berlin	1253,9	260,9	2654,7	1182,2	+1400,8	+921,3	+479,5
Bonn (3)	116	18,1	124,5	32,4	+ 8,5	+ 14,3	- 5,8
Braunschweig	34,1	5,52	46,1	9,10	+ 12	+ 3,58	+ 8,42
Breslau	265,3	34,9	436,6	153	+ 171,3	+118,1	+ 53,2
Duisburg	124	16	276,8	106,7	+ 152,8	+ 90,7	+ 62,1
Eisenach (4)	15,59	5,05	17,47	7,39	+ 1,88	+ 2,34	- 0,46
Elberfeld (4)	121,45	20,3	130	55,8	+ 8,55	+ 35,5	- 26,95
Emden	27,08	2,04	33,27	14,49	+ 6,19	+ 12,45	- 6,26
Frankfurt/M.	457	66,1	684,5	228,2	+ 227,5	+162,1	+ 65,4
Gera	23,9	4,9	36,3	11,3	+ 12,4	+ 6,4	+ 6
Hagen (3,4)	50	4	68,7	19,3	+ 18,7	+ 15,3	+ 3,4
Kiel	99,52	10,56	137,09	34,51	+ 37,57	+ 23,95	+ 13,62
Koblenz	45	5,85	54,2	19,98	+ 9,2	+ 14,13	- 4,93
Köln	851,3	92,47	926,13	356,7	+ 74,83	+264,23	-189,40
Königsberg	231	15,8	313	70,3	+ 82	+ 54,5	+ 27,5
Magdeburg (4)	120,3	12,3	145,6	40,2	+ 25,3	+ 27,9	- 2,6
Mannheim	100,4	36,7	170,2	59,7	+ 69,8	+ 23	+ 46,8
München	551,4	297,1	750	216,3	+ 198,6	- 80,8	+279,4
Nürnberg (5)	226,4	44,6	311,1	95,6	+ 84,7	+ 51	+ 33,7
Pforzheim (3)	44,2	35,1	89,6	40,8	+ 45,4	+ 5,9	+ 39,5
Weimar	8,10	2,06	19,93	8,05	+ 11,83	+ 5,99	+ 5,84

---

1) Die Zahlen sind entnommen bei Saling, Teil II, von 1927/28 und 1930/31.
2) Von den in Berlin notierten Stadtanleihen fehlten dazu ganz oder teilweise die Unterlagen bei folgenden Kommunen: Augsburg, Bochum, Dresden, Düsseldorf, Essen, Gelsenkirchen, Görlitz, Kassel, Kolberg, Leipzig, Mülheim, Oberhausen, Plauen, Solingen, Stettin, Wiesbaden, Zwickau.
3) Angaben verstehen sich per 1925 anstatt per 1926.
4) Angaben verstehen sich per 1928 anstatt per 1929.
5) Angaben verstehen sich per 1930 anstatt per 1929.

Termin, an dem die städtischen Bilanzen berufen sind, Zeugnis über die in der Zeit seit dem 31.3. 1926 verbesserte Vermögenskraft abzulegen. Was aber zeigt die Aufstellung?

Nur eine Stadt, München, ist bestrebt gewesen, ihren allerdings außergewöhnlich hohen Schuldenstand zu vermindern und zwar im Endeffekt um 80,8 Millionen Reichsmark. Alle anderen Städte haben ihre Schulden vermehrt. Überraschend ist dabei das Ausmaß und die Verschiedenheit der Steigerung. Bei Pforzheim beträgt diese nur 1/6, bei Mannheim, Eisenach, Braunschweig und Bonn hält sich die Vermehrung in verhältnismäßig erträglichem Rahmen (sie beträgt noch nicht das Doppelte). Aber eine ganze Reihe von Städten verschuldet sich unbedenklich um das Zwei- bis Dreifache (darunter Köln, Königsberg, Hagen, Frankfurt, Berlin, Breslau usw.) bis zum Sechsfachen (Duisburg, Emden).

Da die von den einzelnen Städten erfüllten Aufgaben und demnach auch die Höhe der Schulden verschieden sind, so mußte zu den Schulden das Vermögen in Beziehung gesetzt werden. Dieses geschah dadurch, daß aus den Zahlen beider das Reinvermögen errechnet wurde. Das Vermögen sollte sich eigentlich parallel den gemachten neuen Schulden erhöhen, so daß das Reinvermögen am 31.3.1929 per Saldo zumindest dasselbe wie 1926 wäre, wenn es sich nicht durch Rückstellungen aus den guten Konjunkturjahren vermehrt hätte. Es zeigt sich nun aber, daß bei einer Reihe von Städten das Reinvermögen mehr oder weniger niedriger geworden ist, wie insbesondere bei Köln, Elberfeld, Aachen, Emden, Bonn usw. Auf der anderen Seite ergeben sich nicht unbeträchtliche höhere Reinvermögen. Diese Differenzierungen scheinen durch verschiedenartige Bewertungsprinzipien hauptsächlich bewirkt zu sein, weshalb zuvor auf dieses Problem näher eingegangen wird.

Beim Werkvermögen erfolgt die Bewertung durch sinngemäße Anwendung der allgemeinen Bilanzvorschriften, wie diese seit 1931 in den Paragraphen 260 b - 261 c des HGB. vorgeschrieben sind.

Für die bebauten Grundstücke des Verwaltungs- und Finanzvermögens wird meistens entweder der gemeine Wert vom 1.8.1914 oder der Brandversicherungswert in Ansatz gebracht. Die einzelnen Gemeinden nehmen verschieden große Abschläge auf diese Werte vor. Während München z.B. auf die Vorkriegswerte erstmalig bei der Vermögensaufstellung per 31.3.32 laut Prospekt bis zu 50 % absetzte, hatte Frankfurt die Gebäude und den dazu gehörigen Boden schon per 1.4.26 mit „durchschnittlich 30 % des Vorkriegswertes" eingesetzt (laut Prospekt). Auch der Feuerversicherungswert wird abgestuft aufgeführt; bei Mannheim waren die Gebäude per 31.3.26 mit nur 20 % davon angenommen. Andere Städte wie z.B. Dresden per 31.3.28 erwähnen nichts von Abschlägen auf die Brandversicherungssumme.

Für die unbebauten Grundstücke wird entweder auch der Vorkriegswert oder der Ertragswert der Vermögensaufstellung zugrunde gelegt. Dresden hat z.B. in der schon erwähnten Vermögensaufstellung die unbebauten Grundstücke mit 70 % des Ertragswertes und Frankfurt mit 50 % des Vorkriegswertes eingesetzt. Andere Gemeinden setzten die Werte höher oder tiefer an. Für nach der Stabilisation hinzugekommene Liegenschaften wird allgemein mit dem Anschaffungspreis abzüglich Abschreibungen bilanziert.

Die restlichen Posten des Verwaltungs- und Finanzvermögens, wie Kämmereiinventar, Vorräte usw. werden mit dem Anschaffungswert, bzw. soweit ein solcher nicht zu ermitteln war, mit dem Verkehrswert vorgetragen.

Die Aufstellung der Passiven ist im allgemeinen weniger problematisch. Bei den einzelnen Gemeinden ergaben sich verschiedene Bewertungsprinzipien eigentlich nur hinsichtlich der Währungsschulden. Während Frankfurt z.B. in der Bilanz per 1.4.33 die Bewertung der Auslandsanleihen entsprechend den gesunkenen Auslandswährungen vornahm, ließ sich München nicht zur gleichartigen Bewertung verleiten.

In den folgenden bemerkenswerten Ausführungen Münchens liegt zugleich die Kritik für das Verhalten der Stadt Frankfurt a.M.: „Am Zinsen- und Tilgungsdienst aus den beiden Auslandsanleihen sind ausschließlich die Gemeindeanstalten, Betriebe und Unternehmungen, insbesondere die Werke und Straßenbahnen beteiligt, für deren Vermögen Buchwerte zu führen sind. Die Buchwerte wie auch der wirtschaftliche Erfolg werden nach streng kaufmännischen Grundsätzen ermittelt. Würde die Stadt München nur ihre noch im Umlauf befindlichen Auslandsanleihen mit dem Kurs des Dollars bzw. des Pfundes vom 31. März 1934 bewerten, so würden die an den Auslandsanleihen beteiligten Betriebe in einem Geschäftsjahr nicht realisierte Buchgewinne in unverhältnismäßig hohem Ausmaße erzielen. Es kommt hier ein Betrag von RM 19,3 Millionen in Frage. Nachdem aber der Vortrag eines nichtrealisierten Gewinnes in der Bilanz zweifellos den Absichten der §§ 260b bis 261c HGB. widersprechen würde, hätte die Stadt nach den Grundsätzen des ordentlichen Kaufmanns ihrer Schuldenminderung einen Korrektivposten entgegensetzen müssen, um in späteren Jahren vor einem tatsächlichen Verlust geschützt zu sein. Da es nun bilanzmäßig gleichgültig ist, ob die Auslandsschulden nach dem Paritätskurs bewertet werden oder zum Börsenkurs am Bilanzstichtag unter Aufmachung einer Reserve, hat die Stadt es bei der bisherigen Praxis belassen, zumal da bei dem nach kameralistischen Grundsätzen aufgestellten Grundvermögens- und Schuldenausweis der Stadt der Vortrag eines Reservekapitalpostens dem kameralistischen Buchführungswesen widerspricht. Selbstverständlich werden die jährlichen Tilgungsleistungen dafür nicht zum Kurse des Zahlungstages, sondern zum Paritätskurs vom ursprünglichen Schuldenstand abgeschrieben" (1).

---

1) Ausweis der Schulden und des Vermögens der Stadt München, wiedergegeben in Frankfurter Zeitung vom 3.11.34 Nr. 560.

Im Interesse einer größeren Übersichtlichkeit und Vergleichbarkeit wäre es dringend geboten, wenn ähnlich den Richtlinien der Vereinigung der Finanzdezernenten vom 23.9.26 für die Bewertung des Werkvermögens allgemein anzuwendende Vereinbarungen hinsichtlich der einzusetzenden Werte für das übrige Vermögen getroffen würden.

Es ergibt sich nun mit größter Wahrscheinlichkeit die Tatsache, daß die Gemeinden, die schon per 1.4.26 ihr Vermögen mit vollen Friedenswerten in Ansatz gebracht hatten, per 1.4.29 infolge Wertkorrekturen oder effektiver Verluste nur ein vermindertes Reinvermögen ausweisen konnten (Köln). Andere Städte, die 1926 nur mit 30-50 % des Vorkriegswertes bilanzierten (Frankfurt/M.), glaubten sich berechtigt, mit der steigenden Konjunktur ihrer Fassade ein verschönertes Aussehen geben zu dürfen. Daher erklärt sich die bedeutende Vermehrung des Reinvermögens per 1929 bei einer Reihe von Städten, wie das aus der Tabelle 1 ersichtlich ist. Es war dies nichts anderes, als die im kaufmännischen Leben verbotene Methode des Bilanzierens von unrealisierten Gewinnen. Man werfe nicht ein, daß die Gemeinden im Gegensatz zu den Betrieben ruhig unrealisierte Gewinne auf ruhenden und beweglichen Vermögensteilen ausweisen könnten, da sie ja diese Gewinne nicht ausschütteten. Dem muß entgegengehalten werden, daß sie es indirekt doch getan haben. Denn die hohe Verschuldung wurde den Gemeinden mit zugestanden auf Grund der hohen Aktiven, und der Erlös der Anleihen und Kredite wurde später zum großen Teil ohne jede Gegenleistung in die Arbeitslosenunterstützung geleitet.

Die Forderung muß demnach lauten: Verbleiben beim Anschaffungspreis oder Bewertung zu irgend einem Marktwert, ergänzt durch die Aufstellung von Wertberichtigungskonten zum Zwecke des Gläubigerschutzes.

Dem ersten Fehler fügte man aber in der Krise einen weiteren hinzu, da man jetzt entweder nur

ganz unzureichend oder überhaupt nicht den gesunkenen Werten Rechnung trug. Eine Ausnahme machten nur solche Städte, die dazu gezwungen wurden, wie z.B. Frankfurt/M. Das Vermögen dieser Stadt verminderte sich gegenüber der von der Stadt selbst besorgten Aufstellung infolge der durch die Treuhandgesellschaft vorgenommenen Wertkorrekturen von 767,642 Millionen auf 609,50 Millionen, also um 158,142 Millionen RM. Das so bereinigte Reinvermögen per 31.3.32 betrug bei 302,38 Millionen Schulden nur noch 307,12 Millionen RM gegenüber dem zum selben Zeitpunkt von der Stadt ermittelten von 465,262 Millionen RM.

Welche Posten im einzelnen von den Wertkorrekturen betroffen wurden, geht aus folgender Vermögensaufstellung hervor.

Vermögen der Stadt Frankfurt per 31.3.32 (1) in Mill. RM (2).

	Bewertung der Stadt	Bewertung der Revisionsgesellschaft
I. Unbewegliches Vermögen		
unbebaute Grundstücke	150,53	138,23
Bebaute Grundstücke	205,07	179,59
Straßen,Plätze usw. RM 20,-	-	-
Kanäle,Kabel,Gasleitung	107,14	107,14
II. Bewegliches Vermögen		
a) Inventarien u.Materialien		
Verwaltungsinventar RM 404,-	-	-
Betriebsinventar	20,00	19,94
Kunstwerke	0,20	0,20
Sammlungen	31,17	30,95
Materialbestände	3,19	3,19
b) Kapitalvermögen		
Kassenbestände u.Bankguthaben	1,77	1,76
Hypotheken	122,29	29,58
Darlehen	13,03	-
Wertpapiere	5,82	3,29
Beteiligungen	79,65	59,98
Sonstiges	27,78	35,57
	767,64	609,42

Die hauptsächlichsten Abstriche erfolgten also beim bebauten und unbebauten Grundbesitz, ferner durch Fallenlassen des Postens Hauszinssteuerhypotheken mit über 92 Millionen, weiter bei den Wertpapieren und den industriellen Werten.

Anläßlich einer Dresdner Obligationärversammlung stellte sich eine ähnliche Diskrepanz zwischen der Bewertung des Reinvermögens heraus, das nach Ansicht des Rates 269 Millionen, aber nach Ansicht einer Treuhandgesellschaft nur 165 Millionen betrage, womit sich ein Unterschied von 104 Millionen ergibt (1).

Die bei Frankfurt und Dresden, allerdings nicht aus freien Stücken, sondern unter dem Druck der Revisionsgesellschaft vorgenommenen Wertkorrekturen sind wohl die einzigen, die die Bewertungsanomalien der guten Konjunkturjahre 1926 bis 1929 in vollkommener Weise wieder wettmachen. Bei Frankfurt a.M. haben wir einen direkten Anhaltspunkt an den Zahlen. Die nach Abzug der Hauszinssteuerhypotheken verbleibenden, aus Wertberichtigungen herrührenden Beträge belaufen sich auf rund 66 Millionen. Wie man aus der Tabelle 1 ersieht, entspricht diese Summe fast genau den am Vermögen für die Jahre 1926 bis 1929 ausgewiesenen Wertveränderungen. Bei den meisten anderen Gemeinden sind diese Wertkorrekturen überhaupt nicht vorgenommen, weil der akute Anlaß fehlte.

Das lehrt die Betrachtung der Veränderungen in den Vermögensaufstellungen per 1932 bis 1934 der anderen Städte.

Fußnoten von Seite 215:

1) Bilanz einer Großstadt. In Frankfurter Ztg. v. 14.10.1934 Nr. 523.
2) Zwei Posten sind nicht in Millionen sondern in RM angeführt: Straßen, Plätze usw. mit RM 20,-- und Verwaltungsinventar mit RM 404,-.
1) Berliner Börsenzeitung, 323, v. 1933.

Die Bilanzziffern deutscher Kommunen in den Jahren 1932, 1933 und 1934 in Mill. RM (1).

		Vermögen	Schulden	Reinvermögen	Veränderungen bei Aktiva	Passiva	Reinvermögen
Berlin	31.5.31	2346	996,8	1349,2			
	31.12.33	2242,9	1552,7	690,2	-103,1	+555,9	-659,0
Bonn	31.12.32	104,8	42,9	61,9			
	31.12.33	116,7	46,6	70,1	+ 11,9	+ 3,7	+ 8,2
Breslau	30. 9.32	430,8	163	267,8			
	30. 9.33	420,7	171,2	249,5	- 10,1	+ 8,2	- 18,3
Essen	1. 4.33	310,1	106,9	203,2			
	31.12.33	385,6	142,2	243,4	+ 75,5	+ 35,3	+ 40,2
Düsseldorf	31. 3.32	433,12	157,07	276,05			
	31. 3.33	475,53	157,99	317,54	+ 42,41	+ 0,92	+ 41,49
Frankfurt	31. 3.33	602,927	311,75	291,177			
	31. 3.34	595,37	297,42	297,95	- 7,557	- 14,33	+ 6,773
Kiel	31. 3.32	154,398	43,62	110,778			
	31. 3.33	122,696	48,914	73,782	- 31,702	+ 5,294	- 36,996
Kolberg	1. 4.32	29,6	13,1	16,5			
	1. 4.33	22,075	14,96	7,115	- 7,525	+ 1,86	- 9,385
Königsberg	31. 3.31	344,781	96,82	247,961			
	31. 3.33	368,598	141,572	227,026	+ 23,817	+ 44,752	- 20,935
München	31. 3.33	683,6	213	470,6			
	31. 3.34	686	206	480	+ 2,4	- 7	+ 9,4
Oberhausen	1. 4.33	92,86	23,66	69,20			
	31.12.33	59	24,44	34,56	- 33,86	+ 0,78	- 34,64

---

1) Die Angaben sind nach Saling, II für die entsprechenden Jahre bzw. für die letzten Jahre nach Zeitungsaufstellungen gemacht.

Bei Berlin ergibt sich beim Reinvermögen ein Rückgang von 659 Mill. RM, der aber weniger durch die Abnahme der Vermögenswerte als durch die Zunahme der Schuldenlast entstand. Von der Stadtverwaltung wurde anläßlich der Publikation der Schulden in Höhe von 1508 Mill. per 31. März 1935 - welches Vermögen diesen gegenüberstand, wurde für den gleichen Termin nicht bekanntgegeben - mitgeteilt, daß die Angleichung an den Gegenwartswert einen durchschnittlich 20 %igen Abschlag von dem unbeweglichen Verwaltungs- und Finanzvermögen bedingen würde. Das würde nach der Berechnung der Frankfurter Zeitung eine Vermögensminderung von 163 Mill. RM (1) zur Folge haben. Bei den 84 Mill. Wohnungsbaudarlehen wäre eine Kürzung um 38 Mill. RM am Platze, da diese nach Ertrag und Sicherstellung wohl nur einen Barwert von 55 % hätten. Weitere minderwichtige Wertberichtigungen könnten noch aufgezählt werden. Alle diese an sich notwendigen Korrekturen sind nicht vorgenommen. Bei Kenntnis dieser Ziffern wird die auf Seite 204 erwähnte Senkung des Defizits für 1934 verständlich.

Bei den Schulden der anderen in der vorstehenden Tabelle aufgeführten Kommunen sind durchweg Zugänge infolge Aufnahme von Arbeitsbeschaffungskrediten und Passivierung von Haushaltdefiziten zu konstatieren. Nur München macht eine Ausnahme, da die Verminderung bei Frankfurt a.M. auf die schon erwähnte Realisierung der Valutagewinne zurückgeht (2). Inwieweit die teilweise beträchtlichen

---

1) Das Berliner Stadtvermögen, Frankfurter Zeitung vom 6. Juni 1935, 286.

2) Trotzdem hätte eine Schuldminderung bei Frankfurt a.M. wohl nicht stattgefunden, wenn nicht die Beteiligung bei der Preußen Elektra per 31.3.34 noch zum Einstandspreis (150 %) = 22,49 Millionen angesetzt worden wäre, obwohl schon vorher Dividendenlosigkeit und jetzt auch Sanierung Platz greifen mußte.

Rückgänge des Vermögens auf Anpassung in der Bewertung an die gesunkenen Werte zurückgehen, ist nicht ersichtlich, aber nur vereinzelt anzunehmen, da vielfach Veräußerungen mit buchmäßigem Verlust getätigt wurden. Oder die Wertverminderung rührt wie im Falle Oberhausen von dem Fallenlassen der Posten Hauszinssteuer und solcher ohne Vermögenswert (Straßenpflasterungen, öffentliche Plätze) her.

bb) Wert des Vermögens für die Sicherheit der Anleihen.

Nachdem wir erkannt haben, daß die von den Gemeinden in den Jahren 1926 bis 1929 im Werte aufgeblähten Vermögensgegenstände als Grundlage zu der späteren hohen Verschuldung dienten, sollen in der folgenden Aufstellung die heute vorhandenen Schulden auf das Vermögen bezogen werden.

Wie aus der Aufstellung (Tabelle 3) hervorgeht, ergibt sich für eine ganze Reihe von Kommunen eine katastrophale Situation. Die am Schlusse aufgeführten Städte weisen eine Verschuldung auf, der nur wenig höhere Aktiva gegenüberstehen. Über die Verschuldung erster deutscher Großstädte noch Worte zu verlieren, hieße Eulen nach Athen tragen; umso erfreulicher ist es, konstatieren zu können, daß eine ganze Reihe von Städten unter den bestplazierten und guten Mittelwerten zu finden sind, obwohl ihre geringe Steuerkraft notorisch ist. Zu dieser Gruppe zählen Ruhrgebiet-, Industrie- und Oststädte (u.a. Gera, Augsburg, Essen, Königsberg). Jedoch vermitteln diese Zahlen noch nicht den Wert, den das Vermögen für die Sicherheit der Anleihe hat.

Es ist ein Unterschied, ob der Erlös der Anleihen zu allgemeinen Verwaltungszwecken, wie Schul-, Straßen- und Verwaltungsbauten usw., sowie zur Dekkung von Haushaltdefiziten verwandt wird, oder ob die Anleihen zur Vergrößerung des Finanzvermögens, also im wesentlichen für Beteiligungen und Grundstückserwerbungen benutzt oder ob diese schließlich

Tabelle 9:

Vermögen und Schulden in Millionen Mark der an der Berliner Effektenbörse notierten Anleihen deutscher Städte am 31.3.1933 (1).

	Vermögen	Schulden	Reinvermögen	Deckung der Schulden durch Vermögen in %
München	683,6	213	470,6	321
Mannheim	172,3	54,1	118,2	319
Gera	35	11	24	318
Düsseldorf	475,53	157,99	317,54	300
Augsburg (2)	174	58,4	115,6	297
Stettin (3)	171,3	61	110,3	280
Nürnberg	287	105,5	181,5	272
Essen (3)	385,6	142,2	243,4	271
Braunschweig	39,2	14,85	24,35	264
Königsberg	368,598	141,572	227,026	263
Plauen (4)	74,1	29	45,1	255
Magdeburg	187	73,5	113,5	254
Kiel	122,696	48,914	73,782	252
Breslau (2)	420,7	171,2	249,5	251
Bonn (3)	116,7	46,6	70,1	250
Oberhausen (3)	59	24,44	34,56	241
Weimar	21,722	9,358	12,364	232
Baden-Baden (5)	39,87	17,67	22,2	225
Aachen (4)	131,753	59,392	72,361	221
Koblenz (3)	48,5	22,334	26,166	217
Leipzig	504,5	238,6	265,9	211
Frankfurt/M.	602,927	311,75	291,177	206
Kassel	93	47,4	45,6	196
Pforzheim	86,6	45,8	40,8	190
Eisenach	17,975	10,632	7,343	169
Kolberg	22,075	14,96	7,115	147
Berlin (4)	2242,9	1552,7	690,2	144
Zwickau	100,113	77,576	22,537	129

---

1) Zusammengestellt nach Saling II für 1934/35. Für eine Reihe von Städten waren die veröffentlichten Unterlagen unbrauchbar, weshalb sie nicht mit aufgeführt werden: bei Altenburg, Duisburg, Gelsenkirchen und Wiesbaden datiert der letzte Ausweis vom 31.3.32, bei Köln vom 31.3.31, bei Emden vom 31.3.29, bei Hagen vom 30.6.28; Bochum führt neben dem Vermögen nur die langfristigen Schulden auf, Görlitz nur das Vermögen, Mülheim nur das Reinvermögen; Dresden, Solingen und Elberfeld machen überhaupt keine Angaben.
2) Aufstellung ist vom 30.9.33.
3) " " " 31.12.33.
4) " " " 31.3.34.
5) Die Anleihen dieser Stadt werden in Frankfurt a.M. notiert.

in Betrieben investiert werden. Es kommt mit anderen Worten darauf an, ob die Gelder konsumiert, rentabel oder nicht rentabel investiert oder in mindestens die Annuität aufbringenden Werken angelegt werden. Die Bonität einer Anleihe ist natürlich von der Verwendung der Gelder abhängig. Alle drei Verwendungsarten kehren fast in jeder gemeindlichen Anleiheaufnahme in der Zeit von 1924 bis 1934 wieder. Erst Ende des Jahres 1930 bestimmt man, daß „Anleihen und Darlehen von Gemeinden im allgemeinen nur für werbende Zwecke aufgenommen werden dürfen" (1). Diese Bestimmung erweiterte man in der neuen deutschen Gemeindeordnung vom 30.1.35 dahingehend, daß, wenn eine Anleihe nicht als werbend anzusprechen ist, also „der Aufwand für die Verzinsung und Tilgung voraussichtlich nicht durch Mehreinnahmen oder Ausgabeersparnisse, die sich aus der Verwendung der Darlehnsmittel ergeben, dauernd ausgeglichen werden" (2), es wenigstens für die Gemeinde erforderlich ist, nachzuweisen, „daß die Verzinsungs- und Tilgungsverpflichtungen mit ihrer dauernden Leistungsfähigkeit in Einklang stehen. Der Nachweis gilt in der Regel als erbracht, wenn die Gemeinde vor Aufnahme des Darlehns bereits einen wesentlichen Betrag für den Darlehnszweck aus Mitteln des ordentlichen Haushalts angesammelt hat" (2).

Es wäre nun für die Beurteilung der finanziellen Kräfte einer Stadt wissenswert, wie die Anleiheerlöse sich auf die vorhin genannten Verwendungszwecke verteilen. Nur sehr wenige Kommunen machen darüber Mitteilung. Zu diesen gehören Berlin, Frankfurt und München.

---

1) Richtlinien für das Schuldenwesen der Gemeinden vom 3. 12. 30 bei Zschintzsch, a.a.O. S. 92.
2) § 77 Dt. Gemeindeordnung i.RGBl., a.a.O. S.59. In ähnlicher Fassung fanden sich diese Anordnungen bereits im Pr. Gemeindefinanzgesetz vom 21.9. 33.

	Von den Schulden wurden verwandt für Verwaltungsvermögen	f.Finanzvermögen	f.Werkvermögen
bei Berlin (1)	0,27 %	94,84 %	4,89 %
" Frankfurt/M.(2)	18,5 %	43,77 %	37,73 %
" München (3)	14,44 %	20,55 %	65,01 %

Es fällt sofort der außerordentliche prozentmäßige Anteil am Finanzvermögen bei den Berliner Schulden auf. Dieser scheint dadurch zustandegekommen zu sein, daß die Stadt einmal die bilanzierten früheren Defizite im Betrage von 169,1 Millionen(4) hier anstatt unter dem Verwaltungsvermögen aufführt. Außerdem enthält diese Summe auch außerordentlich große Beteiligungen an in Gesellschaftsform geführten städtischen Betrieben. Damit erklärt sich auch die Geringfügigkeit des Verwaltungs- und Werksvermögens, die im Gegensatz zu den Zahlen von Frankfurt und München steht. Wenn die Ziffern dieser hier angeführten Städte für alle gelten dürfen, so hat der früher oft lautgewordene Vorwurf einer verschwenderischen Schuldenwirtschaft (namentlich für Verwaltungsaufgaben) keine Berechtigung, denn von den Schulden entfallen bei Berlin nur 0,27 % und bei Frankfurt a.M. nach Abzug der 40,4 Millionen Fehlbeträge aus den Jahren 1929 bis 1932 nur 3,4 % auf diesen Posten.

Es besteht ein Unterschied in der Zweckmäßigkeit der Verwendung von Krediten auch für das

---

1) Entnommen bei Saling II, 1934/35 p.31.3.34.
2) Die im Art. Bilanz einer Großstadt (Frnkf.Ztg.v. 24.10.34) veröffentlichten Zahlen gehen von einem Gesamtschuldenbetrage von 265,4 Millionen anstatt p.1933 311 Mill.aus.
3) Zugrundegelegt sind dieser Berechnung nur die seit 1924 aufgenommenen Anleihen u.Darlehn im Betrage von 153 Mill., wohingegen am 31.4.34 die Gesamtschulden 206 Millionen betrugen.
4) Frankfurter Ztg. v. 5.11.34 Nr. 564.

Finanz- und Werksvermögen. Unter den für das erstere eingegangenen Schulden dürften sich bei allen Kommunen bedeutende Summen befinden, die als unrentabel anzusprechen sind. Das geht bei Berlin daraus hervor, daß, obwohl das Finanzvermögen mit 1,472 Milliarden 94,84 % der Gesamtverschuldung ausmacht, im neuen Haushaltplan für 1934 die Ausgaben von 767 Millionen (1) nur zu 3,1 % = 23,77 Millionen aus den Erträgen von Beteiligungen und Kapitalvermögen, aber mit 7,9 % = 60,59 Millionen aus den Betriebseinnahmen gedeckt werden, obwohl die Schulden für das Werksvermögen nur 76,7 Millionen = 4,89 % der Gesamtschulden betragen. Dieses Beispiel erläutert zugleich den Wert für die Beurteilung der Vermögenskraft, der einem rentierenden Werksvermögen beizumessen ist, indem bei Berlin also fast in einem Jahr aus den Betrieben mit 60,59 Millionen Mark die investierten Kapitalien in Höhe von 76,7 Millionen wieder an die Stadt abgeführt werden, während beim Finanzvermögen die kommunalen Abgaben nur 1,61 % der dafür eingegangenen Schulden ausmachen.

Wie schon vorher gesagt, nehmen nur ganz wenige Städte die Verteilung der Schulden auf die drei Hauptvermögensposten vor. Daher soll im folgenden kurz das Werksvermögen mit anderen Bilanzteilen verglichen werden. Die Bedeutung dieses Vermögens für die Finanzkraft einer Stadt ergibt sich aus der Tatsache, daß das Werksvermögen fast ausnahmslos als werbend anzusprechen ist (2).

---

1) x x x, Die finanzielle Sanierung Berlins. In Deutscher Ökonomist 1934, Nr. 43/44, zit. in Frankf. Ztg. v. 5.11.34. Nr. 564.

2) Es gibt allerdings auch Fälle, daß Teile dieses Vermögens in den letzten Jahren städtischer Zuschüsse bedurften, wie z.B. Straßenbahnen, Omnibusse und Hafenanstalten bei Frankfurt a.M. in den Jahren 1932 und 33.

Die in Tabelle 4 angeführten Zahlen sind in mancher Hinsicht interessant. Beträgt das Werksvermögen meistens fast ein Drittel oder auch mehr vom Gesamtvermögen, so weichen bei Aachen, Berlin und Essen die Ziffern davon ab. Allen drei Städten liegt als Ursache die Privatisierung der kommunalen Versorgungswerke zugrunde, die für die Städte des rheinisch-westfälischen Industriebetriebs besonders stark ist (1). Ähnlich sind die Erkenntnisse, die die prozentuale Deckung der Gesamtschulden durch das Werksvermögen vermittelt, obwohl im einzelnen einige Abweichungen zu konstatieren sind. Bekannt ist auch schon das außerordentlich gute Verhältnis von München.

Leider wird nur für die hier angeführten Städte eine Detaillierung der Vermögensteile vorgenommen, abgesehen von einigen Städten wie Köln und Wiesbaden, deren Ziffern von 31 bzw. 32 als veraltet betrachtet wurden. Die anderen Städte machen statt dessen vielfach Angaben in der Art, daß das „werbende Vermögen" so und soviel betrage. Darunter sind dann Teile des Finanzvermögens und das Werksvermögen zu verstehen. Es ist anzunehmen, daß Überschüsse (2) aus dem teils spekulativ angelegten Finanzvermögen, wenn überhaupt vorhanden, geringer sein werden als die aus dem Werksvermögen. Somit können die als „werbendes Vermögen" ausgewiesenen Aktiva nicht als gleichwertig mit dem Werksvermögen bei der Beurteilung der Finanzkraft einer Stadt angesehen werden.

Auch beim „werbenden Vermögen" (vgl. Tabelle 5)

---

1) Vgl. Most, a.a.O. S. 66.

2) Die Verwendung von Überschüssen ist nur bei 2 Anleihen, (6 %ige Frankfurter Anleihe von 26, Hanauer Anleihe von 26, beide nur in Frankfurt notiert) so geregelt, daß solche aus werbenden Anlagen, für welche die Anleihe bestimmt ist, „in erster Linie zur verstärkten Tilgung" Verwendung zu finden haben.

Tabelle 4.

Das Werkvermögen bei einer Reihe von Städten (1)
(in Mill. Mark).

		Verwaltungs-vermögen	Finanz-vermögen	Werks-vermögen	Gesamt-vermögen	Gesamt-schulden
Aachen	31.3.34	41,012	68,144	22,030	131,186	59,392
Berlin	31.3.34	589,8	1315,2	337,9	2242,9	1552,7
Essen	1.1.34	169,2	179,3	37,1	385,6	142,2
Frankfurt/M.	31.3.34	139,44	209,12	246,81	595,37	297,42
Kiel	31.3.33	26,215	55,968	40,303	122,486	48,914
Königsberg	31.3.33	97,893	135,598	135,105	368,598	141,572
Leipzig	31.3.33	99,8	232,9	133	504,5	238,6
München	31.3.34	210	198	278	686	206
Nürnberg	31.3.34	84,1	102,3	99,9	286,3	108,8
Pforzheim	31.3.33	-	-	23,9	86,6	45,8

	Das Werksvermögen beträgt in % vom Gesamtvermögen	Deckung der Gesamtschulden durch Werkvermögen in %
Aachen	16,81	37,33
Berlin	15,07	21,77
Essen	9,63	26,12
Frankfurt/M.	41,48	83,10
Kiel	33,03	82,24
Königsberg	36,71	95,81
Leipzig	26,38	55,89
München	40,52	134,94
Nürnberg	34,89	91,56
Pforzheim	27,79	51,95

---

1) Die Zahlen sind zusammengestellt nach Angaben bei Saling, Teil II, aus den entsprechenden Jahren 1933/34.

Tabelle 5.

Das „werbende Vermögen" bei einer Reihe von Städten in Mill. RM (1).

		Vermögen	davon werbend	Schulden
Altenburg	1. 4.32	20,7	4,36	9,05
Augsburg	1.10.33	174	122,4	58,4
Bonn	31.12.33	116,7	21,2	46,6
Düsseldorf	1. 4.33	475,53	185,17	157,99
Görlitz	1. 4.33	84,2	39,2	-
Mannheim	1. 4.33	172,3	69,7	54,1
Plauen	1. 4.34	74,1	27	29
Stettin	1. 1.34	171,3	135,7	61
Weimar	31. 3.33	21,722	6,018	9,358
Zwickau	31. 3.33	100,113	40	77,576

	Anteil des „werbenden Vermögens" am Gesamtvermögen in %	Deckung der Schulden durch „werbendes Vermögen" in %
Altenburg	21,8	48,44
Augsburg	70,34	211,03
Bonn	18,27	46,08
Düsseldorf	38,98	117,19
Görlitz	46,66	-
Mannheim	40,52	129,07
Plauen	36,49	93,10
Stettin	79,35	225,45
Weimar	28,65	66,86
Zwickau	40	51,94

---

1) Die Zahlen sind entnommen bei Saling, II, a.a.O.

sehen wir wieder starke Unterschiede. Während z.B. Bonn nur 18,27 % vom Gesamtvermögen in werbenden Anlagen belegt, beträgt bei Stettin der Prozentsatz 79,35 %. Ähnlich sind die Zahlen in ihrem gegenseitigen Verhältnis bei der Inbeziehungsetzung des werbenden Vermögens zu den Schulden. Hier wird besonders deutlich, welcher Wert bei der Beurteilung der Vermögensstärke z.B. Städten wie Stettin und Augsburg beizumessen ist, die ihre Schulden zu über 200 % durch werbendes Vermögen decken.

Ferner sei hier noch eine Verschuldung je Einwohner der größeren deutschen Städte, die Anleihen begeben haben, angeführt. Es muß vorweg bemerkt werden, daß die Kopfbeträge der einzelnen Städte nicht ohne weiteres vergleichbar sind. Der Aufgabenkreis, nach dem sich die Verschuldung natürlich richtet, ist verschieden weit gesteckt. So sei beispielsweise darauf hingewiesen, daß der Erlös der 8 %igen Zwickauer Anleihe von 26 in Höhe von 6 Millionen dem Erzgebirgischen Steinkohlen Aktienverein als Darlehen gegeben wurde, oder daß Frankfurt a.M. ein Elektrizitätswerk in Eigenregie betreibt, während es andererseits Städte gibt wie z.B. Oberhausen, die die Betriebe in Aktiengesellschaftsform betreiben, und deren verhältnismäßig geringe Verschuldung also nicht das Ergebnis einer sparsamen Finanzverwaltung ist.

Der Frankfurter Stadtkämmerer Lehmann bezeichnete gelegentlich eines Vortrages (1) einen Schuldenstand von 230 bis 280 RM je Kopf der Bevölkerung für Gemeinden mit über 300 000 Einwohnern im Durchschnitt als tragbar. Diesen Anforderungen entsprechen nur die wenigsten von den größeren dt.Städten. Es gibt aber eine ganze Reihe von Städten unter 300 000 und solche ohne Großstadtcharakter, die eine weit höhere als die oben genannte Verschuldung eingegangen sind.

---

1) Gehalten am 19.6.1934 in Frankfurt a.M. über „Nationalsozialistische Gemeindefinanzpolitik".

Eine hohe Verschuldung pro Kopf trifft solche Gemeinden besonders hart, die den größten Teil ihrer Verschuldung für nicht werbende Anlagen eingegangen sind, da dann der Schuldendienst allein aus Steuereinnahmen bestritten werden muß. Aber nicht nur deshalb ist es zur Beurteilung der Tragbarkeit der Schuldenlast wichtig, diese mit der Steuerkraft der Gemeinde in Beziehung zu setzen. Aus den vorhergehenden Tabellen wissen wir, daß Städte wie z.B. Zwickau und Bonn das werbende Vermögen bzw. Pforzheim und Aachen das Werksvermögen verhältnismäßig geringprozentig am Gesamtvermögen teilnehmen lassen. Aus der Aufstellung in Tabelle 6 sehen wir, daß auch diese Städte mit einem sehr hohen Betrag pro Einwohner belastet sind, obwohl ihre Steuerkraft nicht als hervorragend anzusehen ist. Wie stark diese Gemeinden in den letzten Jahren mit Zins- und Tilgungsraten belastet gewesen sein müssen, geht aus dem folgenden Beispiel hervor. Frankfurt a.M., das fast die doppelte Steuerkraft aufweist, hatte im Jahre 1934 noch für die Annuität 18,1 Millionen RM (1) aufzuwenden (1931 waren es 27,9 Millionen), ein Betrag, der im Rahmen der Gesamtausgaben von 147 Millionen und bei rund 51 Millionen veranschlagten Steuereinnahmen als sehr drükkend zu bezeichnen ist. Man sieht hieraus, daß die Gemeinden noch jahrzehntelang an der Abarbeitung ihres erhöhten Schuldenstandes zu tun haben.

Zum Schluß soll noch auf die kurzfristigen Schulden der Kommunen eingegangen werden, die in den letzten Jahren zum Anlaß der Zahlungsunfähigkeit einiger Städte führten. Ein Beispiel soll für alle im einzelnen behandelt werden. (s.Rücks.d.Tab.6.)

Zu anliegender Aufstellung schreibt die Frankfurter Zeitung: „Von den Reichsmark 297,4 Millionen Gesamtverpflichtungen kann demnach gegenüber dem Vorjahre, wo von 312 Millionen Schulden etwa die Hälfte als unkonsolidiert angesehen werden mußte,

---

1) Frankfurter Ztg. v. 24.10.34, 541.

Tabelle 6.

Verschuldung je Einwohner der deutschen Städte, die an der Berliner Börse Anleihen begeben haben, per 31.3.1933 (7).

	Gesamtschuld in Millionen	Einwohner in 1000	Verschuldung pro Kopf	Steuerkraft pro Kopf
Zwickau	77,576	85	912	80,05
Baden-Baden (6)	17,67	25	707	-
Pforzheim	45,8	80	572	77,66
Frankfurt/M.	311,75	555	561	126,92
Köln (1)	393,4	750	525	94,18
Bonn (2)	46,6	99	470	73,16
Wiesbaden (3)	74,3	160	464	89,26
Königsberg	141,572	316	449	58,56
Berlin (4)	1552,7	4236	366	134,72
Aachen (4)	59,392	163	364	78,59
Koblenz (2)	22,334	65	343	64,10
Leipzig	238,6	712	335	109,85
Augsburg (5)	58,4	177	329	63,96
Düsseldorf	157,99	499	317	114,70
Duisburg (3)	139	440	316	71,72
München	213	735	289	94,51
Kassel	47,4	175	270	74,22
Breslau (5)	171,2	625	263	68,33
Nürnberg	105,5	410	257	83,77
Plauen (4)	29	114	254	70,79
Gelsenkirchen (3)	81,3	332	245	44,62
Magdeburg	73,5	306	240	74,32
Stettin (2)	61	270	225	78,51
Kiel	48,914	218	224	57,93
Essen (2)	142,2	655	217	67,52
Altenburg (3)	9,05	42	215	-
Mannheim (4)	54,1	276	196	109,70
Oberhausen (2)	29,44	192	153	47,24
Gera	11	84	130	69,41
Braunschweig	14,85	157	94	82,85

---

1) Angaben per 31. 3. 31.
2) " " 31.12. 33.
3) " " 31. 3. 32.
4) " " 31. 3. 34.
5) " " 30. 9. 33.
6) wird nur in Frankfurt/M. notiert.
7) Die Angaben sind nach Saling und Rübel, a.a.O. zusammengestellt.

Die Schuldenaufstellung Frankfurts führt an: (1)

(in Mill.M.)	31.3.33	31.3.34
I. Aufwertungsschulden	22,28	21,23
II. Nach der Stabilisierung aufgenommene Inlandsschulden		
1) Inhaberschuldverschreibungen	51,58	45,97
2) Schulden gegen den Umschuldungsverband	-	80,11 x)
3) Gemäß § 7 Abs.2 d.Umschuldungsgesetzes gestundet	-	11,71 x)
4) Lang- und mittelfristige Darlehen	41,82	38,85
5) Arbeitsbeschaffungsdarlehen	4,89	6,00
6) Verschied. Schuldverpflichtungen	108,01	12,06 xx)
III. Auslandsschulden		
1) Inhaberschuldverschreibungen	35,43	20,40 xxx)
2) Kurzfristige	?	4,66
IV. Hypotheken- und Restkaufgelder	15,12	12,95
Sonstige	32,61	43,47
	311,74	297,41

---

1) Frankfurter Zeitung vom 14.10.1934, 523.

x) Korrespondiert zum Teil mit Posten 6.

xx) Ab 1934 ohne die Arbeitsbeschaffungsdarlehen; siehe auch Posten 2 und 3 im Vorjahre.

xxx) Rückgang entstand aus Dollarabwertung.

der größte Teil als konsolidiert gelten, ein Beispiel für die rettende Kraft des Umschuldungsvorganges, der eine Art Stillhaltung der großen Markgläubiger bedeutet..... Langfristig gesichert sind jedenfalls nun doch mehr als 210 Millionen. Man rechnet wohl weiterhin als nicht fällig die mittelfristigen Darlehen von 13 Millionen, die 6 Millionen vor der Umschuldung stehenden „verschiedenen Schuldverpflichtungen" und die 16,7 Millionen Verpflichtungen gegen Reich und Preag. Ferner sind gemäß § 7,II des Umschuldungsgesetzes von den Fälligkeiten 11,7 Millionen auf 5 Jahre gestundet, und unter den übrigen Verpflichtungen stehen als Gegenposten zu den Fonds, Gehaltseinhaltungsbeträgen usw. noch einige Millionen, mit deren Fälligkeit nur zum geringen Teil gerechnet zu werden braucht. Rechnet man unter der obwaltenden Devisenlage die kurzfristigen 4,6 Millionen Auslandsschulden zu denen, die vorerst keine Schwierigkeiten verursachen, so bleibt praktisch nur etwa ein Betrag von 30 Millionen als schwebende Schuld, eine Summe, die nicht mehr erheblich über dem früher als normal bezeichneten Betriebsmittelbedarf der Gesamtverwaltung liegt, aber natürlich noch der Abarbeitung bedarf, sobald die Verhältnisse es den Städten erlauben, freie eigene Kassenreserven anzusammeln. Immerhin kann man sagen, daß seit dem Umschuldungsgesetz und dem Abflauen der Arbeitslosigkeit mit ihrer Überbelastung der städtischen Budgets wenigstens für Frankfurt eine beachtliche Klärung der Situation eingetreten ist" (1).

Wir dürfen hoffen, daß diese Klärung auch bei anderen Kommunen eingetreten ist. So gibt z.B. Aachen bekannt, daß die per 31.3.32 vorhanden gewesenen 9,352 kurzfristigen Schulden per 31.3.34 auf 1,381 Millionen zusammengeschmolzen sind, die somit nur noch einen geringen Prozentsatz im Rahmen der

---

1) Bilanz einer Großstadt. In Frankf.Ztg. v.14.10. 1934, Nr. 523.

59,392 Millionen Gesamtschulden ausmachen. Auch auf die Entwicklung bei der Stadt Berlin soll hingewiesen werden, deren Verhältnisse in den letzten Jahren wohl mit am ungünstigsten dagestanden haben, wenn man bedenkt, daß schon das Jahr 1929 mit einem Defizit von rund 100 Millionen geschlossen hatte, und dieses bis 1933 auf 251,7 Millionen angewachsen war. Die Umschuldung von kurzfristigen Krediten betrug hier 210 Millionen per 31.3.1934. In dieser Summe befindet sich auch der größte Teil der Fehlbeträge der Vorjahre. Die Konsolidierungsaktion ist also noch nicht als beendet anzusehen.

Auch Köln teilte Ende November 1934 mit, „man sei zur fast restlosen Beseitigung der kurz- und mittelfristigen Kredite gelangt. Insgesamt seien Kredite in Höhe von 266,8 Millionen umgeschuldet worden, und bis März kommenden Jahres würden noch 14 Millionen davon erfaßt" (1).

Die außerordentliche Wirkung des Umschuldungsgesetzes für die Gemeinden besteht also in der Transformierung kurzfristiger Schulden in die langfristige Form, zumal diese verbunden ist mit der augenblicklichen Befreiung von drückenden Zinslasten. Der Stand der Umschuldung am Jahresende 1934 ergibt sich nun aus den folgenden Zahlen. Da bis 31.3.1934 rund 2,47 Milliarden Schulden zur Umschuldung angeboten waren, wird der gesamte Umschuldungsbedarf infolge erweiterter Einschlußmöglichkeiten auf rund 3 Milliarden geschätzt (2).

Diesen Zahlen seien zum Schluß noch die über die Entwicklung der gesamten Kommunalverschuldung in den letzten Jahren hinzugefügt.

Wie aus der Aufstellung auf Seite 8 dieser Arbeit hervorgeht, hatten die Gemeinden im März 1933 11,33 Milliarden Schulden. In den Rechnungsjahren 1933 und 1934 ist die Gesamtverschuldung der Gemeinden um ½ Milliarde auf 11,83 Milliarden gewachsen.

---

1) Kölnische Volkszeitung 1934, Nr. 327.
2) Frankfurter Zeitung vom 20.12.34 Nr. 646.

Wie Dr. Hettlage, der Kämmerer der Stadt Berlin, ausführt, ergibt sich aber unter Berücksichtigung der Schuldentilgung und der durch Währungsentwertung weggefallenen Schulden eine tatsächliche Neuverschuldung von 1 ½ Milliarden (1). Diese Zunahmen rühren hauptsächlich von der Schuldaufnahme aus öffentlichen Mitteln für die Arbeitsbeschaffung her (2). Die Abdeckung der übernommenen Schuldverpflichtungen stützt sich auf die Erwartung einer sich fortsetzenden Belebung der Wirtschaft. Dr. Hettlage ist der Ansicht, nur ein geringer Teil der neuen Schulden entfalle auf wirklich werbende Verwendungszwecke (z.B. Versorgungsbetriebe) und kommt zu dem Schluß, daß die Entwicklung so nicht weitergehen dürfe. Da die Aufnahme neuer Kredite den Gemeinden untersagt war, sei festzustellen, daß „alle Versuche des Gesetzgebers, durch scharfe Bestimmungen hinsichtlich des Gemeindekredits eine vernünftige Schuldenwirtschaft zu erreichen, vorerst nicht zum Ziele geführt" hätten.

Diese Ausführungen des mit den kommunalen Nöten vertrauten Kämmerers sind zu beherzigen. Es ist aber darauf hinzuweisen, daß bei den Gemeinden nur der Wille und die Pflicht maßgebend sind, ihren Teil zur Bekämpfung der Arbeitslosigkeit und damit zur Wiederingangsetzung der Wirtschaft beizutragen. Alle anderen Erwägungen haben da in den Hintergrund zu treten.

cc) Kursbildung und Vermögenskraft.

Auf Grund der Erkenntnisse aus den vorhergehenden Erörterungen wurde eine Reihe von Anleihever-

---

1) Hettlage, im „Deutschen Volkswirt" zitiert in der Frankfurter Ztg. v. 12.9.1935, 465.
2) Die Stadt Berlin hat die Aktion gegen die Arbeitslosigkeit mit der stattlichen Summe von 100 Mill.RM in den beiden letzten Jahren aufgenommen. (Frankfurter Ztg.v. 22.7.1935, 369).

gleichen vorgenommen, die deutlich den Einfluß der Vermögenskraft auf die Kursbildung zeigen.

Die Städte Essen und Pforzheim decken ihre Schulden durch das Vermögen mit 271 % bzw. 190 %. (Siehe Tabelle 3). Einige charakteristische Kurse für die Anleihen dieser Städte seien wiedergegeben.

		Essen fällig 1954	Pforzheim von 27, fällig 1955
1933	März	76,75	75
	April	73	73
	Juli	67,625	63,875
	August	69	64
	September	78	71
	November	82,5	83,25
	Dezember	84	83
1934	Februar	85	85
	Juni	84	81
	August	85,75	79,75
	November	87	86,75
1935	Januar	92,5	92,25

Es ergibt sich aus den Kursen, daß in den Zeiten, in denen die Börse unter dem Einfluß hoffnungsvoller Tendenzen stand (jeweils zu Ende und Anfang der Jahre), die Kurse fast gar nicht auseinanderfallen. Stärkere Differenzen ergeben sich nur, wenn die Kalamitäten der Städte im Vordergrund der Gespräche stehen, wie das jeweils um die Jahresmitte der Fall ist. Die besser gedeckte Essener Anleihe notiert im Septer 1933 7 % und im August 1934 6,25 % höher.

Wir können aus Tabelle 4 und den vorhergehenden Zahlen über die Rentabilität der Berliner Werke ermessen, ein wie großer Aktivposten die Erträge der Münchener Werke für den städtischen Haushalt und somit auch für die Aufrechterhaltung des Schuldendienstes bedeuten, zumal die Gesamtsumme der wahrscheinlich unrentabel investierten Kapitalien nach den oben wiedergegebenen Ziffern sehr gering sein dürfte. Es ist nun interessant, die Auswirkung der Vermögenspolitik auf die Kurse zu verfolgen. Die

Berliner Anleihe von 26 muß bis 1946 und die Münchener Anleihe von 27 erst bis 1953 getilgt sein. Die Kündigungsfristen der Anleihen, die beide Auslosungsanleihen sind, waren bis 1927 bzw. 1.4.1933 abgelaufen. Im folgenden sind nun die monatlichen Kurse der beiden Anleihen seit Anfang 1933 wiedergegeben: (s.S.230)

Der Vergleich zeigt, daß nicht nur der frühere Tilgungsschluß der Berliner Anleihe durch die besser fundierte Münchener Anleihe kompensiert wird, sondern darüber hinaus zeigt sich ein bedeutender Kursvorteil der Münchener Anleihe, der besonders stark wirkt in kritischen Zeiten, wie das z.B. in den Monaten vor dem sanierenden Umschuldungsgesetz im August und September 1933 der Fall war. In dieser Periode betrug der Vorsprung bis zu 9 %.

Verglichen wurden auf Grund der Tabelle 5 die Anleihen der Städte Plauen und Augsburg, die ihre Schulden durch werbendes Vermögen mit 93 % bzw. 211 % decken. Die monatlichen Kurse im Jahre 1934 betrugen:

	Plauen	Augsburg	Kursunterschied zugunsten oder ungunsten Augsburgs.
Januar	86,5	89,75	+ 3,25
Februar	86,5	90	+ 3,5
März	86	89,5	+ 3,5
April	84	89	+ 5
Juni	82	87,5	+ 5,5
Juli	81,5	87,5	+ 6
August	80,25	86	+ 5,75
September	84	88,25	+ 4,25
Oktober	86,5	92	+ 5,5
Dezember	92	92	± 0
Januar 35	94	93,75	- 0,25

Daß die Kursdifferenzen nur auf Bonitätserwägungen zurückgehen können, ergibt sich aus dem Verhältnis der Kurse, deren Differenz in den Sommermonaten am größten ist, um am Ende des Jahres völlig zu verschwinden.

Bei ungefähr gleicher Steuerkraft weisen die

1933				1934		
Berlin von 26	München von 27	Kursunterschied zugunsten oder ungusten d.Münchener Anleihe	Monat	Berlin von 26	München von 27	Kursunterschied zugunsten der Münchener Anleihe
74,5	74	- 0,05	Januar	89	91	2
70	72,25	+ 2,25	Februar	88,625	92,875	4,25
75	79,75	+ 4,75	März	86,75	90,5	3,75
74,5	78	+ 3,5	April	86	93	7
70	75,25	+ 5,25	Mai	85,625	90,75	4,125
63	67,5	+ 4,5	Juni	86,5	87,75	1,25
63,5	71	+ 7,5	Juli	84,75	89	4,25
63,5	72,125	+ 8,625	August	85	90,75	5,75
69	78	+ 9	Sept.	86,5	90,5	4
77,5	83,5	+ 5,5	Okt.	91	93	2
84,5	90,25	+ 5,75	Nov.	90	92,75	2,75
85	90,375	+ 5,375	Dez.	93	95,25	2,25

Städte Bonn mit 470 M. und Braunschweig mit 94 M. eine ziemlich unterschiedliche Verschuldung pro Kopf auf (s.Tabelle 6). Für die einzelnen Jahre ergaben sich auf Grund der monatlichen Durchschnitte folgende Kurse:

	Bonn v. 26 fällig p.46	Braunschweig fällig 1948	Kursunterschied zugunsten Braunschwgs.
1927	97 %	95,25 %	-
1928	96,52	93,10	-
1929	96,43	92	-
1930	93,27	90,98	-
1931	88	89,93	+ 1,93
1932	55,58	59,41	+ 3,83
1933	72	83,37	+11,37
1934	86,75	90,25	+ 3,5

In den Jahren bis 1930 einschließlich notiert die eher fällige Bonner Anleihe höher. Ab 1931 ändert sich dieses Verhältnis, zuerst langsam, bis im Jahre 1933 die Differenz zugunsten Braunschweigs am höchsten ist. Ende 1934 und Anfang 1935 lagen die Kurse wieder dicht beieinander. Dieser Vorgang kommt in den vorstehenden Zahlen nicht zum Ausdruck. In den vorhergehenden Beispielen konnte wegen technischer Mängel (verschiedene Zinsfüße bis 1932, mangelnde Notiz bei der einen Anleihe) der Vergleich nur für die letzten Jahre durchgeführt werden. Bei der Bonner und Braunschweiger Anleihe zeigt sich, daß schon im Jahre 1931 die Börse beginnt, ihre Bewertung den wirtschaftlichen Grundlagen der einzelnen Städte anzupassen.

Schließlich sollen noch die monatlichen Durchschnitte der Magdeburger Anleihe von 28 und der Frankfurter Anleihe von 26, beide fällig per 1949, verglichen werden.

	Frankfurt von 26	Magdeburg von 28	Kursunterschied zugunsten Magdeburgs.
1932	49,62	57,72	+ 8,10
1933	69,18	77,78	+ 8,60
1934	84,89	86,95	+ 2,06

Bei Frankfurt a.M. wirkt sich natürlich der hohe kurzfristige Schuldenstand aus, der eine ständige Bedrohung der Existenz der Stadt darstellte, während auf der anderen Seite Magdeburg den Umschuldungsverband überhaupt nicht in Anspruch zu nehmen brauchte. Die Kurse liegen auch im Gegensatz zu den anderen Beispielen schon im Jahre 1932 sehr weit auseinander, was wohl durch den Einfluß der Nichteinlösung der Frankfurter Schatzanweisungen zu erklären ist. Nach der Konsolidierung der fälligen Verbindlichkeiten ergibt sich schon für 1934 eine starke Angleichung der Kurse.

Wir sehen aus der Reihe der Beispiele, daß die Anleihebesitzer diejenigen Papiere veräußerten, die einem besonderen Bonitätsrisiko ausgesetzt waren. Sie behielten also solche Anleihen, bei denen ihnen die Aufrechterhaltung des Zins- und Tilgungsdienstes durch ein rentierliches Vermögen, das nicht durch zu hohe und unkonsolidierte Schulden bedroht war, gesichert erschien. Durch den Verkaufsdruck auf die weniger gut fundierten Anleihen ergaben sich dann die niedrigeren Kurse. Daß es gelegentlich auch für einzelne Anleihen einmal anders gewesen ist, beeinträchtigt nicht die Richtigkeit dieser These. So zählten die Anleihen der Stadt Leipzig, deren Vermögensverhältnisse, wie sich aus den Tabellen 3 und 4 ergibt, durchaus nicht hervorragend sind, in den ganzen Jahren mit zu den ersten des Stadtanleihemarktes. Abgesehen davon, daß die Steuerkraft als günstig anzusprechen ist, mag für die Kursbildung ausschlaggebend gewesen sein, daß die Führung der Stadt unter den Anleihebesitzern ein großes Vertrauen genoß. Dieses Vertrauen konnte auch in den kritischen Tagen nicht erschüttert werden.

Wir wissen, daß manche Städte nicht die Erträge der mit den Anleihegeldern erstellten Anlagen zuerst für den Schuldendienst einsetzten. Im folgenden wollen wir sehen, inwieweit sie sonst ihr Versprechen, mit ihrem gesamten Vermögen für die Sicherheit der Anleihen aufzukommen, in die Tat umsetzten.

3. Stellung von Pfändern.

aa) Negative Pfandklausel.

Als in den Jahren 1932/33 die Kommunen ihren Verpflichtungen vielfach nicht nachkamen, erhob sich bei manchen Gläubigern der Ruf nach einer Veräußerung von städtischen Besitzteilen.

Ungefähr die Hälfte der Stadtanleihen führen in ihren Verträgen die negative Pfandklausel, die folgendermaßen oder in anderen Fällen ähnlich lautet: „Die Stadt hat sich verpflichtet, während der Laufzeit der Schatzanweisungen keine Anleihe irgend welcher Art aufzunehmen, die dem Gläubiger eine besondere Sicherheit gewährt. Sollte ein anderer Gläubiger dingliche oder sonstige Sicherheiten bestellt erhalten, so ist die Stadt verpflichtet, den Gläubigern dieser Schatzanweisungen gleichrangige Sicherheiten zu bestellen" (1).

Es entsteht nun die Frage, ob eine Veräußerung von Vermögensteilen zugunsten einzelner Gläubiger rechtlich zulässig ist. Klar ist, daß die nicht durch eine derartige Klausel geschützte andere Hälfte der Stadtanleihen beispielsweise nicht in der Lage ist, sich einer Abdeckung kurzfristiger Verbindlichkeiten durch den Verkauf wichtiger Vermögensbestandteile zu widersetzen (2), da ja nur im

---

1) Prospekt der 6%igen Frankfurter Schatzanweisungen von 1929.

2) „So liegt aus dem Anfang des Jahres 1931 das Beispiel der Gründung der Berliner Kraft und Licht A.G. vor, bei der es gelang, über 200 Millionen kurzfristiger Schulden der Reichshauptstadt abzudecken und die Stadt ferner von 320 Millionen RM. Verbindlichkeiten gegenüber den Berliner Elektrizitätswerken zu befreien" (Wirtschaft und Arbeit v.31.1.33 S.7), da die Berliner Anleihen nicht mit der negativen Pfandklausel versehen sind.

Konkursfalle ein Anrecht auf anteilige Befriedigung der Gläubiger besteht. Es wäre allerdings sehr gut denkbar, daß man durch diesen Einsatz andere langfristige Verbindlichkeiten wegen Ausfalls früherer Einnahmen in ihrer Bonität heruntersetzt. Eine Schlechterstellung anderer Gläubiger soll aber durch die negative Pfandklausel verhindert werden. Durch diese Klausel wird also eine praktische Verwertung der Pfänder wie insbesondere der gut rentierenden kommunalen Werke dem einzelnen Gläubiger unmöglich gemacht. So erklärte der Kämmerer der Stadt Frankfurt in der Gläubigerversammlung vom 8.11.1932: „Die Gläubiger der konsolidierten Schulden haben ausbedungen, daß die Stadt keinem Gläubiger bevorzugte Sicherheit gewähren darf. Wird diese Bedingung verletzt, so würden auch die unkonsolidierten Schulden fällig, oder es muß diesen Gläubigern die gleiche Behandlung zuteil werden. Nur sofern der Stadt vom Reich oder vom Staat oder von dritter Seite besondere Mittel ausschließlich zur teilweisen Befriedigung der Schatzanweisungsgläubiger überwiesen werden, sei eine bevorzugte Teilbefriedigung für diese möglich" (1). Tritt hiermit deutlich die Wirkung der negativen Pfandklausel in Erscheinung, so schützte sie in vorherliegenden Fällen, die Städte wie Leipzig, Dresden, Wiesbaden usw. betrafen, und deren Anleihen mit dieser Klausel ausgestattet sind, die übrigbleibenden Gläubiger nicht, da wertvolle Versorgungsbetriebe verkauft wurden, um dringendsten finanziellen Verpflichtungen nachzukommen. Ob die Einwilligung der restlichen Gläubiger eingeholt wurde oder aus Unkenntnis gehandelt wurde, entzieht sich dem Wissen.

Noch ein anderer Fall sei angeführt. Besitzer der 1929er Frankfurter Schatzanweisungen beschwerten sich darüber, daß ihre am 1.10.1932 fälligen Titel nicht eingelöst wurden, während zum gleichen

---

1) Zitiert in Frankfurter Zeitung v. 9.11.32, 838/39.

Termin zum Beispiel die Mittel zur Rückzahlung von Dollars 200 000,- für die 7 %ige Frankfurter Dollaranleihe von 1925 anstandslos überwiesen seien. Es „hätte mindestens zum gleichen Zeitpunkt den Inhabern der Schatzanweisung eine angemessene Teileinlösung geboten werden müssen ohne Rücksicht auf die notwendige Verhandlung über die Restfälligkeit" (1). Die berechtigten Vorwürfe konnten nur dadurch entkräftet werden, daß die Stadt bekannt gab, für diese planmäßige Anleiherate einen Zuschuß erhalten zu haben (2).

Sichert die negative Pfandklausel so vor einer ungebührlichen Hintansetzung einzelner Gläubiger, so ist auf der anderen Seite allerdings auch zu erwähnen, daß sie zu einer Verwässerung der verwertbaren Pfänder beiträgt. Die negative Pfandklausel verhindert nämlich nicht, daß neue Anleihen vielleicht für nichtwerbende Anlagen aufgenommen werden, denen ebenso diese Klausel verliehen wird. Daraus ergäbe sich entsprechend der Höhe der neuen Kredite für die früheren Schulden eine dauernde Verschlechterung im Rang. „Die unvorhersehbare Anhäufung der Schulden hätte also den Sinn der Pfänder dadurch entwertet, daß nun die wenn auch vergrößerten Vermögensteile nur der Gesamtheit der Schulden gegenübertreten" (3).

Daraus kann man für die Sicherheit der einzelnen Serien einer Stadt den Schluß ziehen, daß die Anleihen, sofern nur eine von diesen die negative Pfandklausel führt, hinsichtlich ihres inneren Wertes infolge des unlösbaren Zusammenhanges der Verschuldung keinerlei Bonitätsunterschiede aufweisen.

Wie wir gesehen haben, bietet erst das Vorhandensein der negativen Pfandklausel die Gerantie, daß spezielle Vermögensgegenstände nicht nur für

---

1) Zuschrift in der Frankfurter Ztg. v.18.11.1932, 778/79.
2) Frankfurter Ztg. v. 14. 11. 1932, 853.
3) Frankfurter Ztg. v. 14. 11. 1932, Nr. 853.

eine bestimmte Gruppe von Gläubigern Verwendung findet. Es ist daher ein Irrtum, wenn der Erlaß des M.d.I. vom 28.10.26 (1) diese Klausel für gegenstandslos erklärt, da eine Spezialverpfändung für Stadtanleihen unter keinen Umständen in Frage käme. Was aber ist die Realisierung von Werkbetrieben in den Fällen Berlin, Leipzig usw. anders? Und die Befürchtung des Ministers, die negative Pfandklausel könne zu einer unterschiedlichen Bewertung führen, weshalb er die Klausel „in allen Fällen grundsätzlich für unerwünscht" hält, verkehrt sich nach Lage der Dinge in ihr Gegenteil.

Abschließend kann gesagt werden, daß das Versprechen der Gemeinden, mit ihrem gesamten Vermögen für die Sicherheit der Anleihen einzustehen, durch die negative Pfandklausel in der Praxis wieder illusorisch gemacht wird. Eine spezielle Verwendung von Vermögensteilen für die Anleihen im Notfalle kann daher, abgesehen von den Fällen, in denen eine negative Pfandklausel nicht existiert, nur durch die positive Verpfändung gewährleistet werden.

bb) Positive Verpfändung.

In der Nachkriegszeit waren unter dem Eindruck des Abbaues der gemeindlichen Selbstverantwortlichkeit (Erzbergersche Finanzreform) und der Flucht in die Sachwerte Geldgeber dazu übergegangen, den Kommunalkredit zu einem Sachkredit zu machen, indem sie auf die Bestellung spezieller Pfänder, insbesondere einer hypothekarischen Verpfändung von Grundstücken, besonderen Wert legten.

Auch bei zwei Stadtanleihen, der Baden-Badener Anleihe von 1924 und der Riesaer Anleihe von 1926, ist die hypothekarische Sicherung als eine besondere Anleihebedingung vorhanden. Es sind dies zwei außerpreußische Städte. Nachdem für die preußischen Gemeinden schon mit dem Erlaß vom 27.1.25 „jede

---

1) Zitiert bei Zschintzsch, a.a.O. S. 192.

Spezialverpfändung bei Aufnahme von Anleihen" als „ausnahmslos unzulässig" (1) erklärt worden war, wurde dieser Grundsatz mit Wirkung für das ganze Reich in die Richtlinien für das Schuldenwesen der Gemeinden vom 3.12.30 aufgenommen, in denen es heißt: „Gemeinden sollen zur Sicherung eigener Anleihen, Darlehen und sonstiger Kredite grundsätzlich keine Spezialverpfändung gewähren. Als Spezialverpfändung im Sinne dieser Bestimmung gelten nicht eine hypothekarische Sicherung, wenn sie der Verkehrsübung entspricht (z.B. Restkaufgeld, Finanzierung von Wohnungsbau, landwirtschaftliche Beleihung), und die bankmäßige Lombardierung von Wertpapieren" (2).

Eine hypothekarische Sicherung, wie in den zwei folgenden Fällen, wäre hinfort nicht mehr möglich, da sie den genannten Erfordernissen nicht entspricht. „Als Sicherheit für Kapital (1,5 Millionen) und Zinsen dient das gesamte Vermögen der Stadt Riesa, außerdem ist die Anleihe samt Zinsen durch Sicherungshypothek im Gesamtbetrage von 672 Kg Feingold auf den beiden der Stadt Riesa gehörigen und von ihr selbst bewirtschafteten Rittergütern Riesa-Merzdorf und Riesa-Gohlis sichergestellt. Die den Anleihehypotheken vorausgehenden Aufwertungshypotheken im Gesamtbetrage von ca. 49. 000 GM. sind zurückgezahlt, so daß die Anleihehypotheken den ersten Rang erhalten. Der gegenwärtige Wert der beiden Rittergüter beträgt einschließlich totem und lebendem Inventar rund 3 Millionen RM" (3).

„Zur Sicherung der Anleihe hat die Stadt Baden-Baden außerdem (gemeint ist gesamtes Vermögen und Steuerkraft) eine dem Reichsmarkwert der Anleihen entsprechende auf Feingold lautende Sicherungshypothek an erster Stelle auf den Merkurwald bestellt, wobei in ordnungsmäßiger Form die auf dem betr.

---

1) Zitiert bei Zschintzsch, a.a.O. S. 154.
2) do. S.98.
3) Salings Börsenpapiere, Teil III. 1931/32 S.20.

Grundstück befindliche Bergbahn nebst deren Anlagen und die auf dem Merkur befindlichen Wirtschaftsgebäude mit verpfändet wurden" (1).

Untersuchen wir die Frage, ob die Bestellung einer hypothekarischen Sicherheit geeignet ist, die aus der Veränderung der Bonität des Schuldners herrührenden Risikofaktoren auszuschalten. Ohne Zweifel tritt in normalen Zeiten die Stadt mit ihrer gesamten finanziellen Kraft für die Honorierung dieser Anleihe, wie für jeden anderen Kredit ein. Sollte aber irgendwie die Zahlungsfähigkeit in Frage gestellt sein, so können die Gläubiger auf ihre Spezialverpfändung zurückgreifen und gehen nicht in der Masse der zum Zugreifen Berechtigten unter. Wie aber eben schon angedeutet wurde, kann die Inanspruchnahme der Klausel nur in kritischen Zeiten akut werden, da ein Gemeinwesen auf einer so vielseitigen Basis den zu anderer Zeit gestellten Anforderungen wird gerecht werden können. Der Gläubiger ist also nicht in der Lage, in guten Tagen aus seiner Sicherung irgend welchen Vorteil zu ziehen. Wie ist es aber in Krisenzeiten, oder fragen wir sofort, wie wäre es in der vergangenen Depression mit der beabsichtigten Realisierung der verpfändeten Grundstückssicherheit gewesen?

Da in der Zeit von 1929 bis 1932 die Grundstückspreise um ca. die Hälfte gefallen sind, so entwertete sich auch ein großer Teil des städtischen Besitzes in gleicher Weise. Die hypothekarische Belastung, die auf den alten Werten aufgebaut ist, entspräche also in dieser Höhe nicht mehr der Wirklichkeit (2). „Neben den Wirkungen großer Er-

---

1) Prospekt der 24er Anleihe der Stadt Baden-Baden vom Oktober 1929.

2) Übrigens soll noch darauf hingewiesen werden, daß der Gläubigerversammlung der Baden-Badener Schatzanweisungen im Jahre 1933 eröffnet wurde, die Kassenlage sei auch deswegen ungünstig, weil die Krise der Holzwirtschaft es bewirke, daß der

eignisse wie des Weltkrieges, wirken auch Strukturwandlungen zuweilen in ungewöhnlichem Umfange auf die Werte von Objekten, die als Beleihungsgrundlagen gedient haben. Von großem Einfluß ist in Deutschland die Verminderung des Bevölkerungszuwachses gewesen; sie hat besonders die Großstädte betroffen. Sie hatte nicht nur eine Wertstagnation, sondern einen wesentlichen Wertabwachs der Grundstücke zur Folge" (1).

Aus dem Gesagten geht hervor, daß es garnicht oder doch nur schwer, unter starken Verlusten, möglich ist, derartige Sicherungen zu verwerten.

Eine eventuelle Auswirkung der hypothekarischen Sicherheit auf den Kurs kann bei der Baden-Badener Anleihe von 1924 gut verfolgt werden, weil ihr eine Anleihe ohne spezielle Sicherungsklausel derselben Stadt gegenübersteht, die allerdings drei Jahre früher getilgt sein muß, nämlich bis zum 2.1.39. Die Kursentwicklung gestaltet sich nun so, daß in den ersten drei Monaten nach Einführung der 24er Anleihe im Jahre 1930 meist ein kleiner Kursvorsprung dieses Papiers von 0,25 bis 0,50 % zu verzeichnen ist. Im übrigen vollzieht sich schon zum Schluß des Jahres ein Ausgleich mit übereinstimmenden Kursen. Diese Tendenz setzt sich im Jahre 1931 und 1932 fort. Lediglich eine Ausnahme ergibt sich für 1931, da die 24er Anleihe an 3 hintereinanderfolgenden wöchentlichen Stichtagen (erste Hälfte des Juni) um 1 - 1 ½ % hinter der nicht hypothekarisch gesicherten zurückbleibt. Im Jahre 1933 wirkt sich nun die Tatsache, daß diese Anleihe auf Dollargoldmark abgestellt ist, im Kurse der 24er Anleihe aus.

Deuten wir die Abweichungen von 1931 als zufällige Ausnahmen, so bleiben nur die Unterschiede im

---

Überschuß jetzt fehle, den die Stadt früher aus ihren Waldungen erzielte.

1) Schmalenbach, E., Organisation des Kredits, a.a.O. S.566.

Einführungsjahr zu erklären. Es ist möglich, daß die für den Kurs Verantwortlichen diesen etwas höher ansetzten, um das voraussichtliche Angebot (die Anleihen wurden erst 6 ½ Jahre nach der Zeichnung zur Notiz gebracht) abzufangen, oder man erachtete einen etwas höheren Kurs als dem inneren Wert entsprechend, was in Anbetracht des drei Jahre späteren letzten Rückzahlungstermins bei der 1924er Anleihe doch einen beachtenswerten Kursunterschied gegenüber der 1926er Anleihe bedeuten würde, so daß wir es also hier mit einer Auswirkung der hypothekarischen Sicherung im Kurse zu tun haben könnten. Ist die letzte Annahme richtig, so kann angenommen werden, daß das Publikum den Sicherungsfaktor nicht erkannte oder nicht schätzte, und sich daher bald für beide Anleihen gleiche Kurse herausstellten.

Es ist also festzustellen, daß die hypothekarische Sicherstellung bei den Stadtanleihen auf den Kursverlauf keinen bedeutenden Einfluß zu verzeichnen hat.

Der Fall der Weiterbegebung des Anleiheerlöses, die jedoch gesetzlich nur für stadteigene Betriebe zulässig ist, sei hier noch kurz erwähnt. Der Erlös der 6 %igen Anleihe der Stadt Zwickau von 26 wurde laut Prospekt dem erzgebirgischen Steinkohlen Aktienverein als Darlehen gegeben, bei dem die Stadt mit 5/6 des Kapitals von 4,32 Millionen beteiligt ist. Das Darlehen ist hypothekarisch sichergestellt worden. Die Anleihe weist also einmal ein Geradestehen durch die Stadt und sodann durch eine Gesellschaft auf, über deren Rentabilität in den letzten Jahren nur bekannt war, daß sie keinen Gewinn ausschüttete.

Aus dem Vergleich dieser Zwickauer Anleihe von 26 mit derjenigen von 1928 ergibt sich nun Verschiedenes. Zunächst müßte die Tatsache, daß die 28er Anleihe schon ab 1.11.29 zu 1,37 % getilgt wird, einen kleinen Kursvorsprung dieser vor der 26er Anleihe bewirken, wenn bei der letzteren dieses Manko nicht durch die Aussicht auf eine spätere

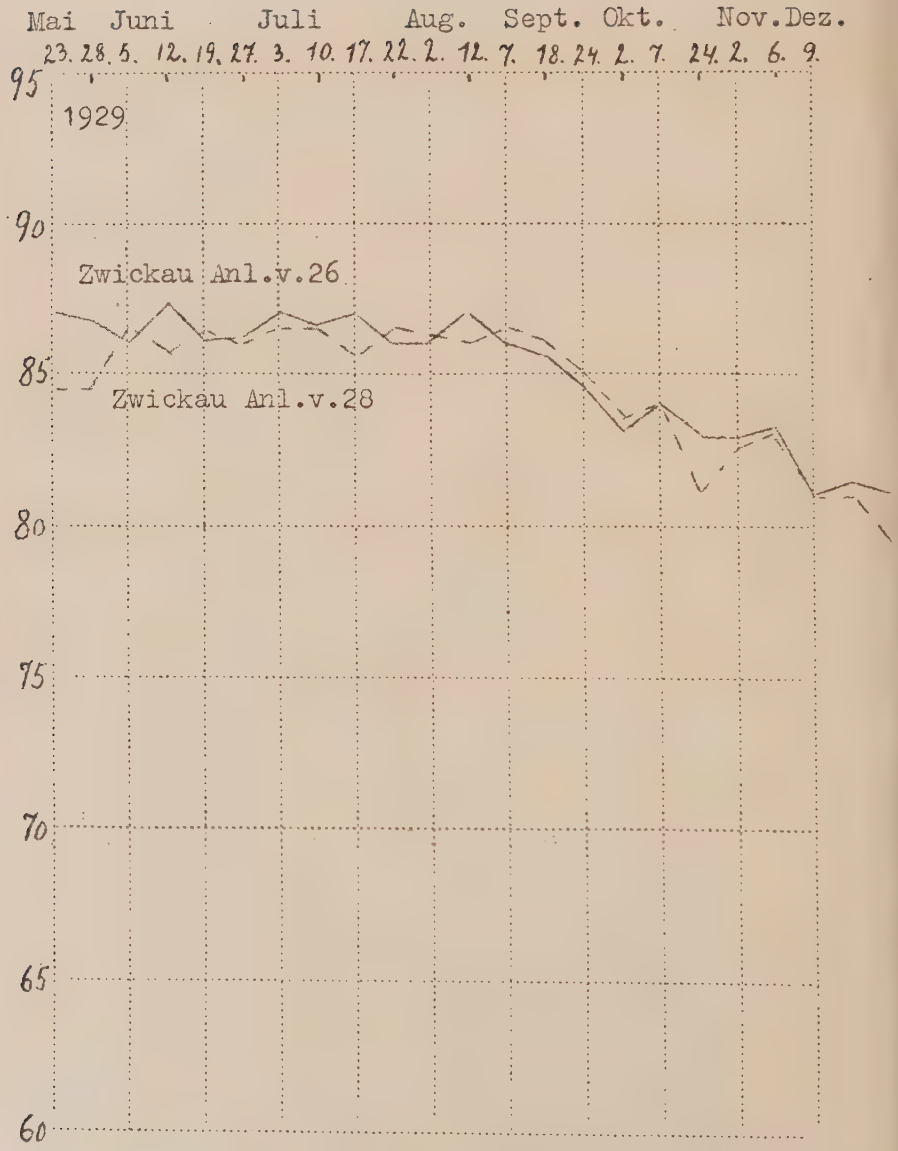
Tilgung nur durch Auslosung kompensiert würde. So ergibt sich in Wirklichkeit eine enge Verflechtung beider Anleihen. Diese wird auch zur Zeit der Konversionshoffnungen in den Jahren 1930 und 31 durch äquivalente Ausstattung der Anleihen aufrecht erhalten, indem die 26er Anleihe bis 1.8.28 nur zu 103 % und von da bis 1.8.31 nur zu 101,5 % kündbar ist, während die 28er Anleihe bis 1.11.34 überhaupt nicht gekündigt werden konnte. Im Jahre 1932 und 1933 ergeben sich nun zeitweise Kursunterschiede von 5 % zugunsten der 26er Anleihe und zwar zu einer Zeit, als die Kurse sehr tief stehen. Es ist wohl möglich, daß zu jener Zeit, in der die Sicherheit der Stadtanleihen stark zur Diskussion stand, sich die doppelte Sicherung bei der 26er Anleihe im Kurse auswirkt. Auch mag mitsprechen, daß im Mai per Februar erstmals im Jahre 1932 die Tilgung durch Auslosung für die 1926er Anleihe vorgenommen wird.

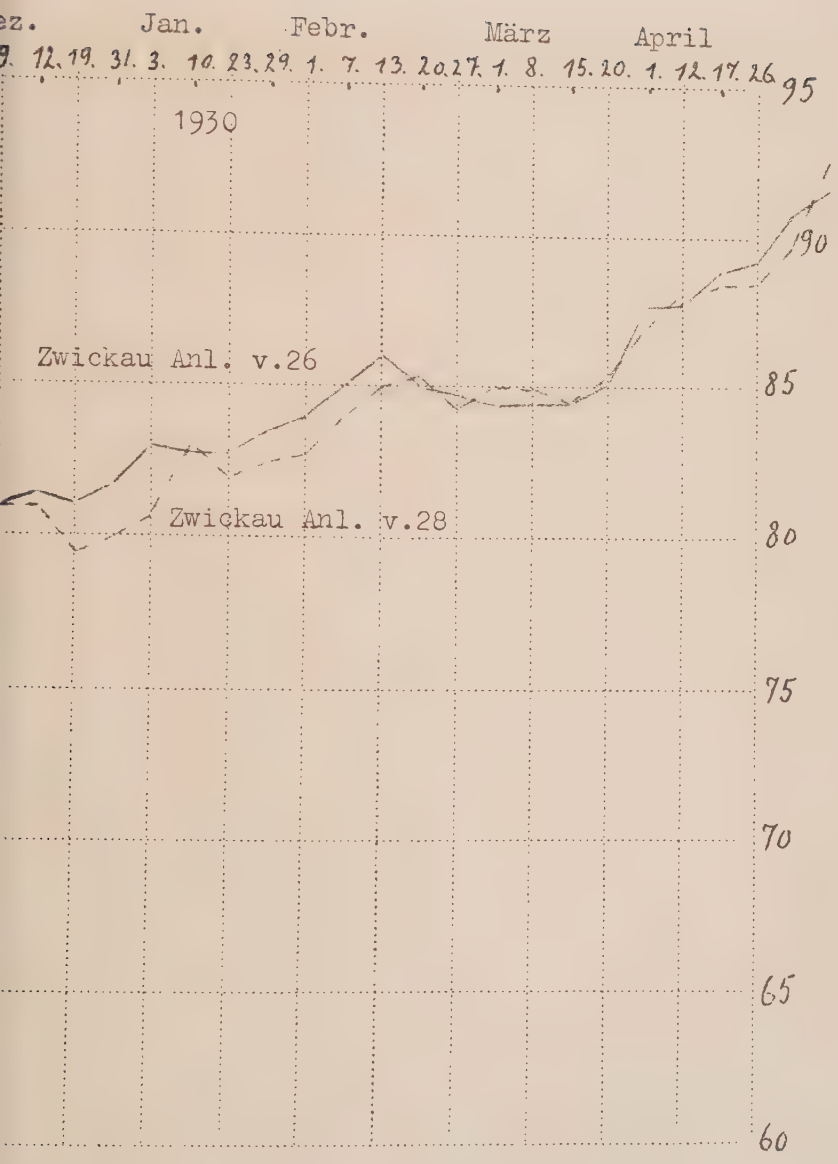
Wie die Tabelle S.249 ff ergibt, ist weiterhin festzustellen, daß ab 1933 sich eine dauernde Höherbewertung der 1926er Anleihe durchsetzt auf Grund des wirklichen Vorteils einer nur durch Auslosung vornehmbaren Rückzahlung und einer etwas höheren Tilgungsquote, die bewirkt, daß die 1926er Anleihe schon am 1.2.51, also 3 ½ Jahre früher als die 28er Anleihe, getilgt ist.

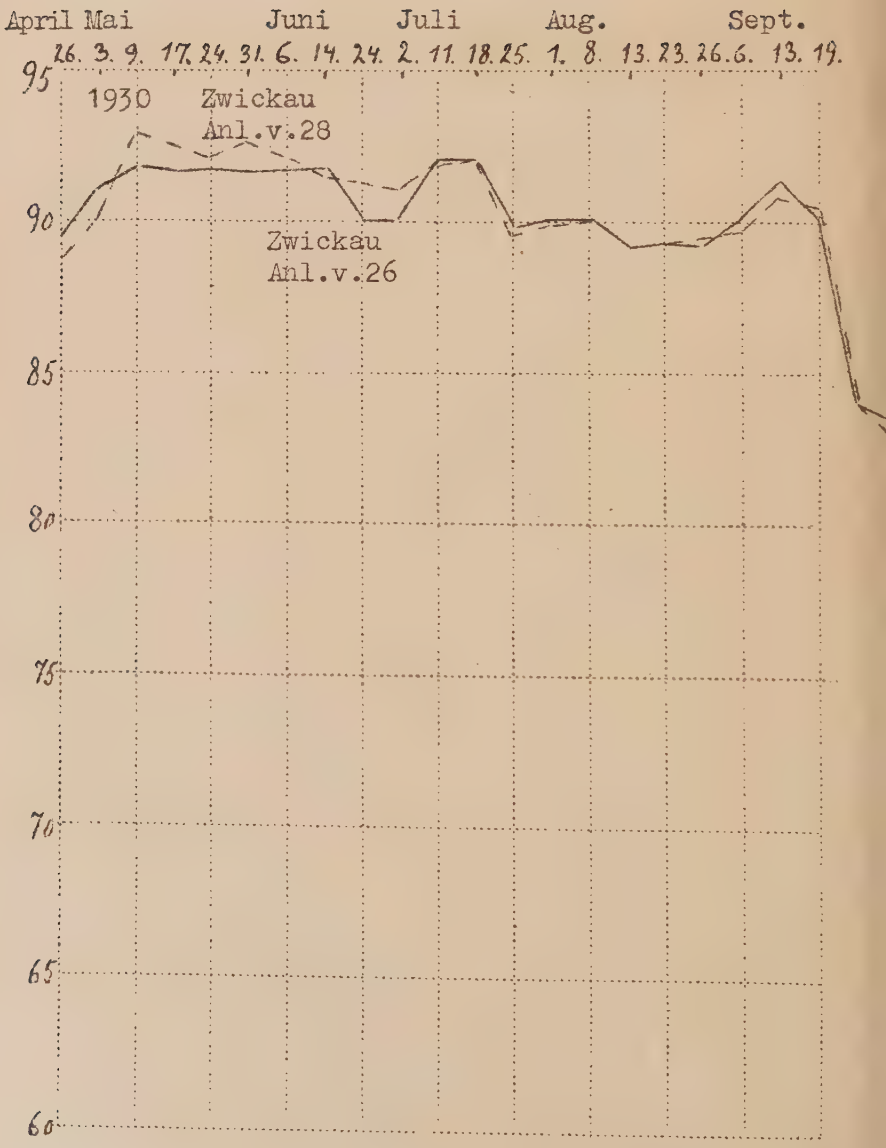
Den Besitzern der 6 %igen Bonner Anleihe von 26 über 2 Millionen wurde zur Sicherung der Anleihe RM 3,9 Millionen Aktien der Köln-Bonner Eisenbahngesellschaft verpfändet (1). Diese Sicherung in der doppelten Höhe des nominalen Anleihebetrages sollte sich eigentlich in der börsenmäßigen Bewertung dieser Anleihe auswirken. Dies umsomehr, da die Fungibilität dort ganz anders zu bewerten ist als die einer Hypothek, welche bei einer evtl.nötigen Mobilisierung Unzuträglichkeiten bereiten müßte. Aber

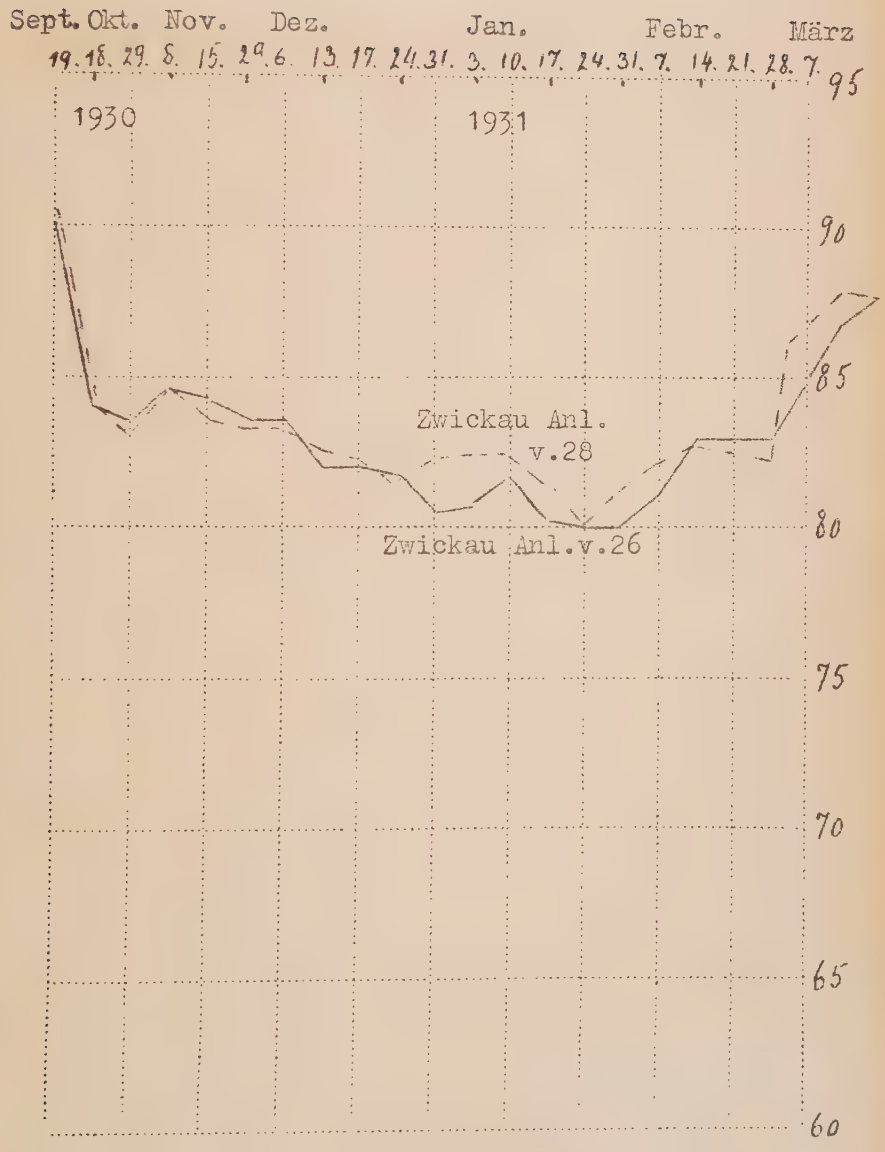
---

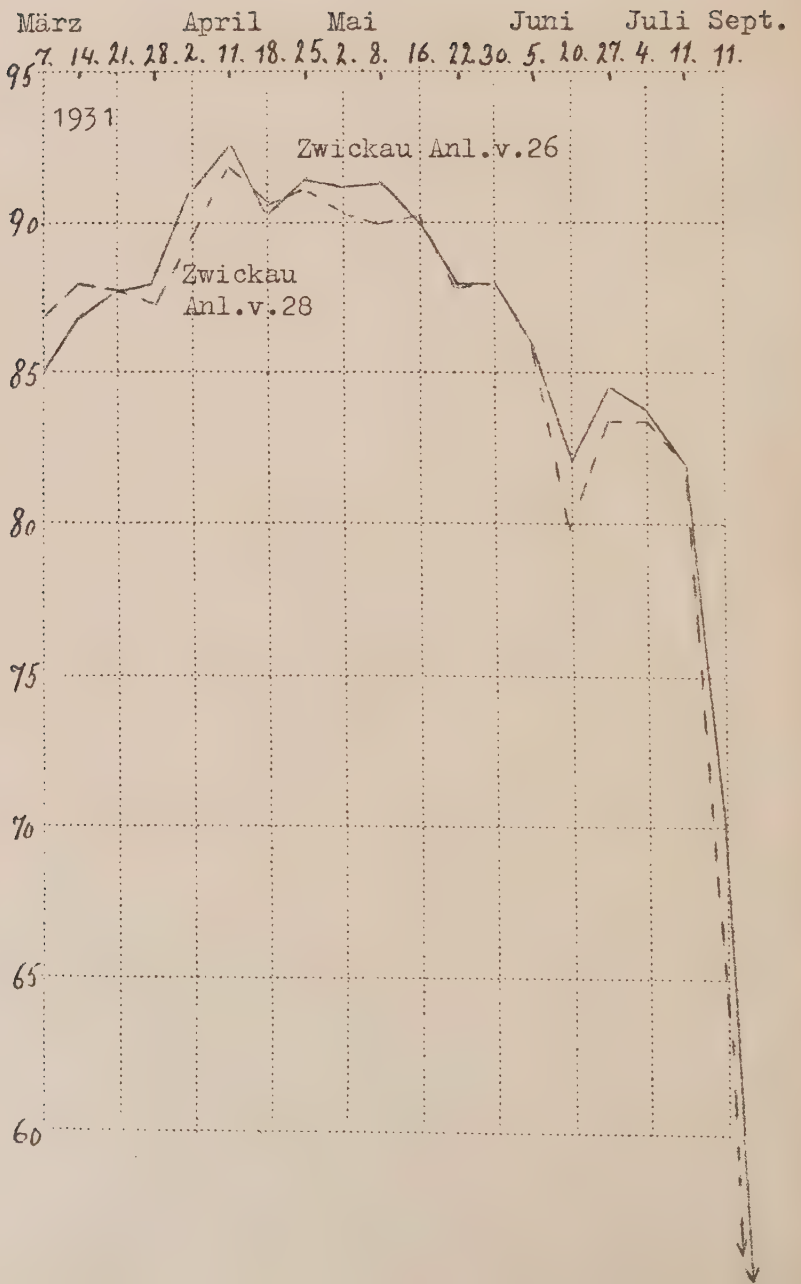
1) Wolfgang, E., Die Ausgestaltung der Anleihetechnik bei den öffentlichen Körperschaften seit 1924, a.a.O. S.452.

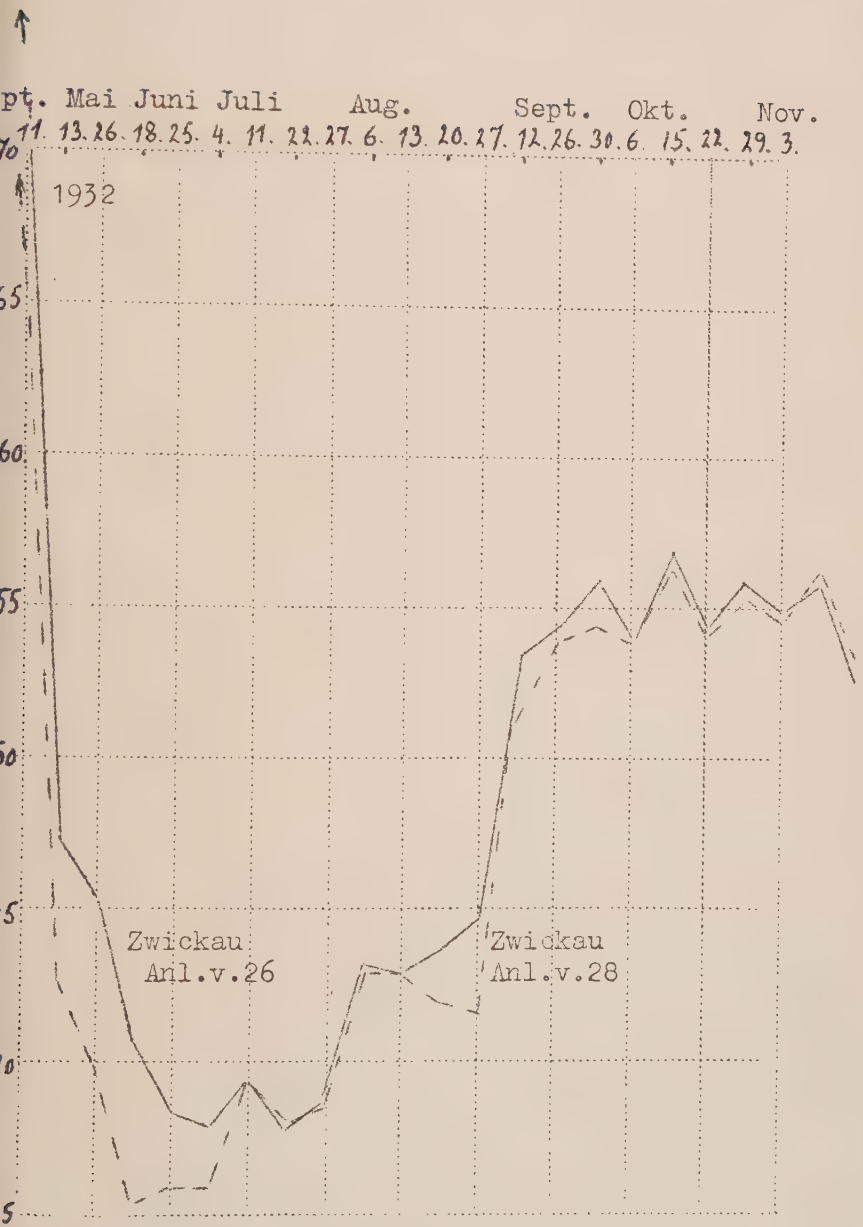

Mai Juni Juli Aug. Sept. Okt. Nov. Dez.
23. 28. 5. 12. 19. 27. 3. 10. 17. 22. 2. 12. 7. 18. 24. 2. 7. 24. 2. 6. 9.
95
1929
90
Zwickau Anl.v.26
85
Zwickau Anl.v.28
80
75
70
65
60

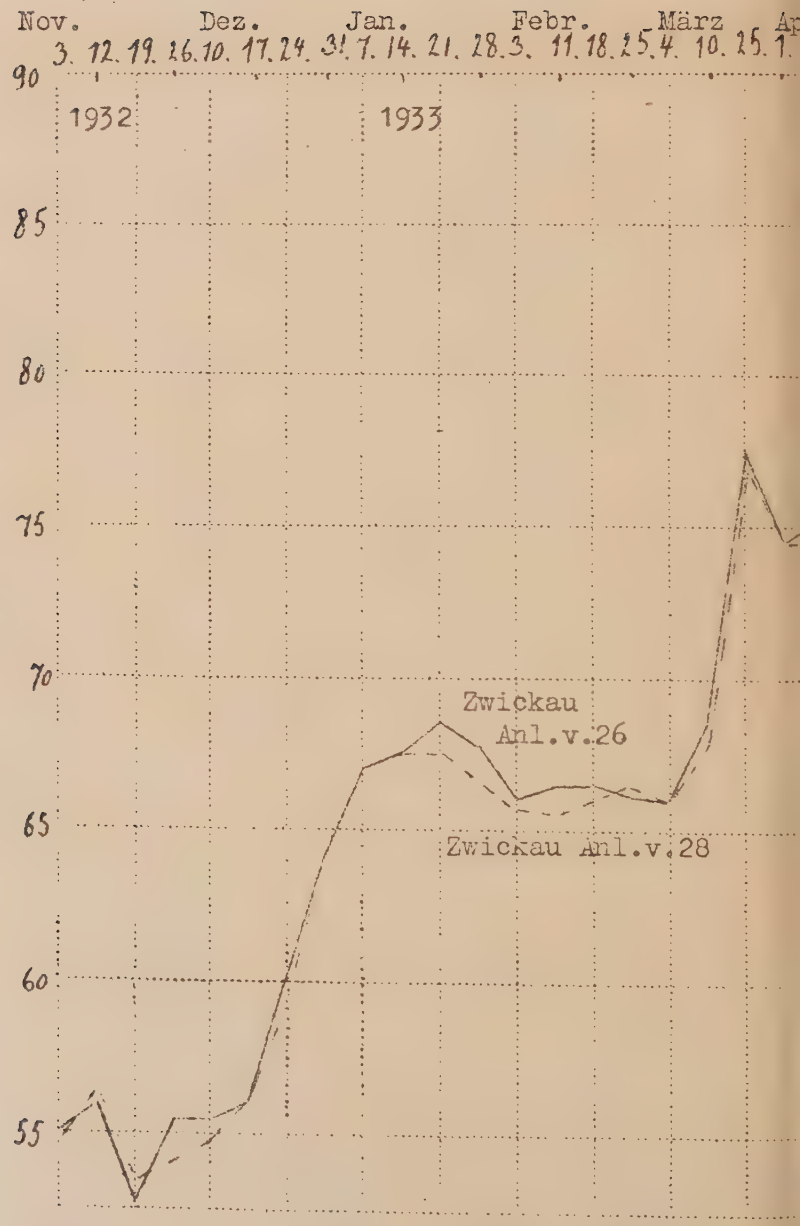

ez. Jan. Febr. März April
9. 12. 19. 31. 3. 10. 23. 29. 1. 7. 13. 20. 27. 1. 8. 15. 20. 1. 12. 17. 26.
1930
95
90
85
80
75
70
65
60
Zwickau Anl. v.26
Zwickau Anl. v.28

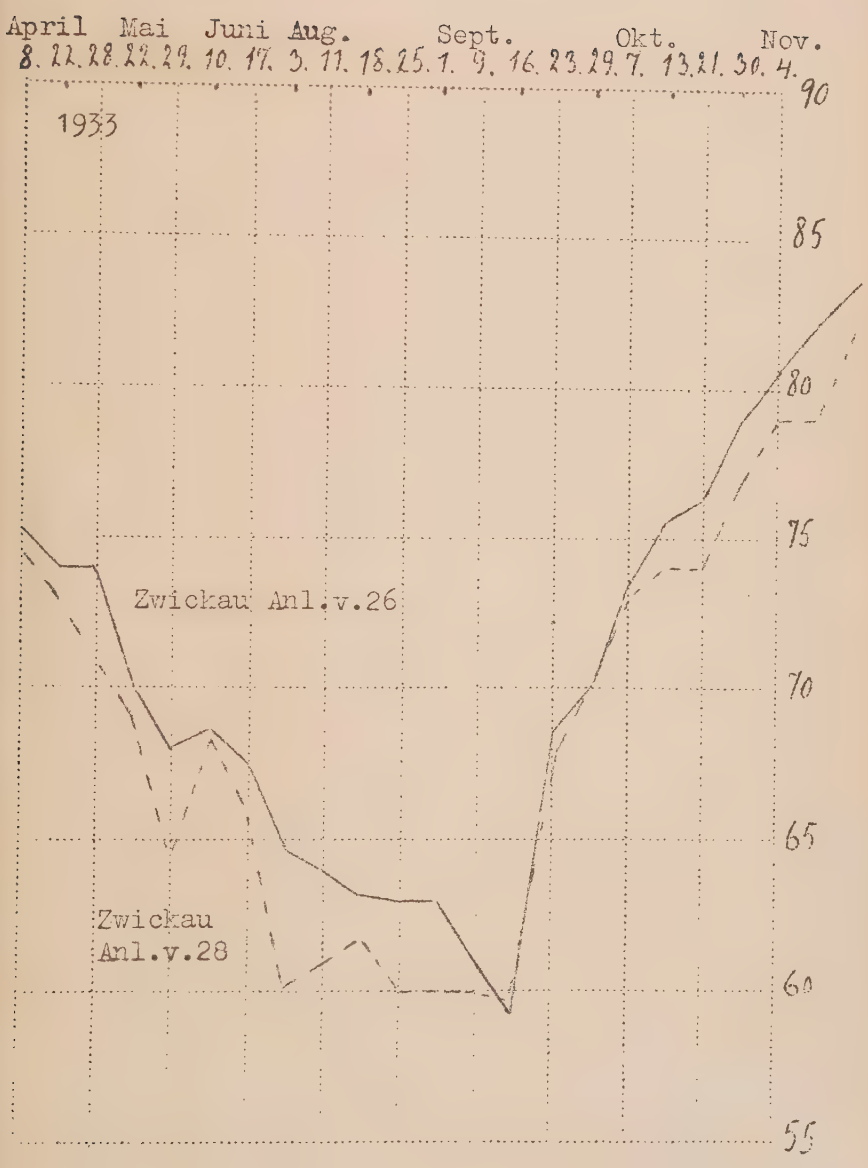

April Mai Juni Juli Aug. Sept.
26. 3. 9. 17. 24. 31. 6. 14. 24. 2. 11. 18. 25. 1. 8. 13. 23. 26. 6. 13. 19.
95
90
85
80
75
70
65
60
1930 Zwickau Anl. v. 28
Zwickau Anl. v. 26

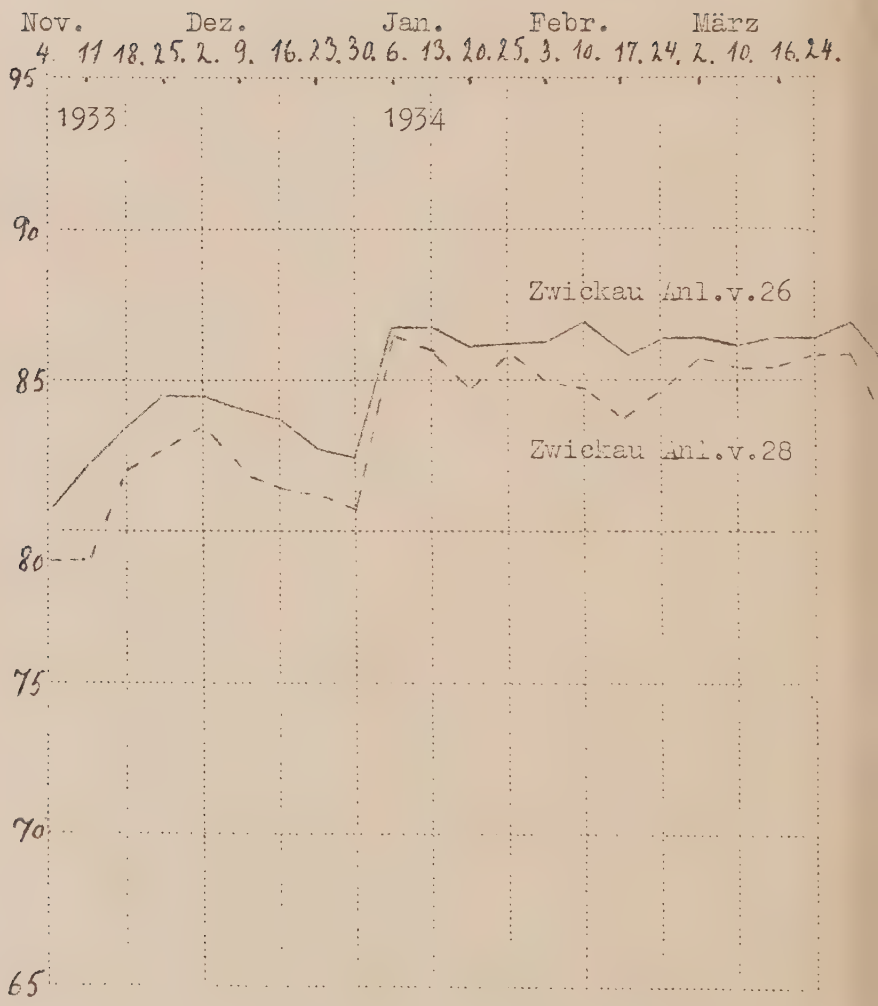

Sept. Okt. Nov. Dez. Jan. Febr. März
19. 18. 29. 8. 15. 29. 6. 13. 17. 24. 31. 3. 10. 17. 24. 31. 7. 14. 21. 28. 7.
1930
1931
95
90
85
80
75
70
65
60
Zwickau Anl. v.28
Zwickau Anl. v.26

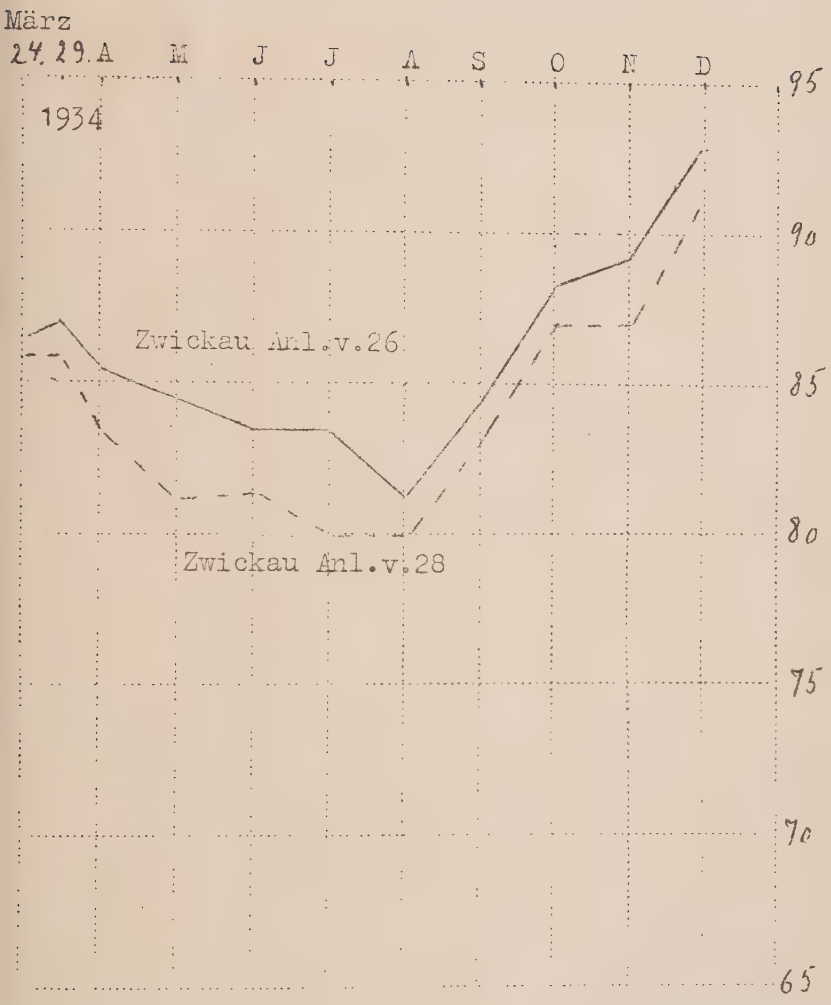

März
April
Mai
Juni
Juli
Sept.
7. 14. 21. 28. 2. 11. 18. 25. 2. 8. 16. 22. 30. 5. 20. 27. 4. 11. 11.
95
90
85
80
75
70
65
60
1931
Zwickau Anl.v.26
Zwickau
Anl.v.28


pt. Mai Juni Juli Aug. Sept. Okt. Nov.
11. 13. 26. 18. 25. 4. 11. 22. 27. 6. 13. 20. 27. 12. 26. 30. 6. 15. 22. 29. 3.
1932
Zwickau
Anl.v.26
Zwickau
Anl.v.28


Nov.
Dez.
Jan.
Febr.
März
3. 12. 19. 26. 10. 17. 24. 31. 7. 14. 21. 28. 3. 11. 18. 25. 4. 10. 25.
90
85
80
75
70
65
60
55
1932
1933
Zwickau
Anl.v.26
Zwickau Anl.v.28


April Mai Juni Aug. Sept. Okt. Nov.
8. 22. 28. 22. 29. 10. 17. 3. 11. 18. 25. 1. 9. 16. 23. 29. 7. 13. 21. 30. 4.
1933
90
85
80
75
70
65
60
55
Zwickau Anl.v.26
Zwickau
Anl.v.28


Nov. Dez. Jan. Febr. März
4. 11. 18. 25. 2. 9. 16. 23. 30. 6. 13. 20. 25. 3. 10. 17. 24. 2. 10. 16. 24.
95
90
85
80
75
70
65
1933
1934
Zwickau Anl.v.26
Zwickau Anl.v.28


März
24. 29. A M J J A S O N D
1934
95
90
85
80
75
70
65
Zwickau Anl. v. 26
Zwickau Anl. v. 28

auch hier ist keine Einwirkung festzustellen, die besonders in den Jahren 1932 und 33 hätte hervortreten müssen.

Es kann also abschließend gesagt werden, daß die Spezialdeckung wegen ihres fraglichen Charakters nicht in der Lage war, kurserhöhend zu wirken.

Am Schlusse der Behandlung der Probleme angelangt, die sich mit der Sicherung der Stadtanleihen durch das gesamte Vermögen beschäftigen, ist auch hier nachgewiesen, daß alle Maßnahmen, die eine dingliche Sicherung der Anleihen darstellen sollten, nicht ausreichten, um im Notfalle den Schulden- und Zinsendienst unbedingt zu gewährleisten.

4. Die Bedeutung des Schuldnerschutzes für die Sicherheit der Anleihen.

Es wurde auf die Schwierigkeiten hingewiesen, die einer Veräußerung von städtischen Vermögensteilen, sowohl wegen der negativen Pfandklausel, als auch wegen der vielfachen Unverwertbarkeit der positiven Pfänder gerade in Krisenzeiten entgegenstehen. Der Wille des Schuldners, für seine Verbindlichkeiten durch die diesen gegenüberstehenden Aktiva zu haften, wurde aber gelähmt durch die im folgenden kurz zu behandelnden rechtlichen Maßnahmen des Schuldnerschutzes.

Es sollte eigentlich ein absurder Gedanke sein, daß man mit der Möglichkeit zu rechnen habe, Gemeinden könnten ihren privatrechtlich eingegangenen Verpflichtungen nicht nachkommen. Bekanntlich kam es aber in den Jahren 1932/33 dahin, daß die Städte von Staats wegen zu einer bevorzugten Erfüllung gewisser Forderungen angehalten wurden, so daß sich von selbst für nachrangige Forderungen (Zinsen und Tilgung) ein moralisches Anrecht auf Schuldigbleiben ergab. Der um die Vertragserfüllung gebrachte Gläubiger wird natürlich versuchen, auf gerichtlichem Wege zu seinem Gelde zu kommen, indem er ein Zwangsvollstreckungsverfahren beantragt. Das taten

namentlich öffentliche und private Banken für ausstehende Zinszahlungen. Die Erfolge waren für die Gläubiger nicht immer befriedigend, zumal es in manchen Fällen wegen der Verweigerung durch die zuständigen Behörden garnicht zur Durchführung kam.

Ein Konkursverfahren ist nur einmal, im Fall Glashütte, durchgeführt, wobei es sich allerdings auch nur um die „zwangsweise Liquidierung bestimmter von der Verwaltungsbehörde freigegebener Vermögensobjekte" (1) handelte. Die Erschütterungen, die durch derartige Maßnahmen auf die Kapitalmärkte übertragen werden, sind meistens für lange Zeit nicht wieder gutzumachen, zumal wenn sich zeigt, daß der beabsichtigte Zugriff auf Vermögensteile der Stadt meistens nicht den gewünschten Erfolg erzielt.

Es wurde nämlich angeführt, daß durch die Eingriffe der geordnete Gang der Verwaltung und der Versorgung der Bevölkerung gefährdet würde. Um einer Verschleuderung von Vermögensteilen vorzubeugen, wurde dann in Preußen das Konkursverfahren auf Grund der Verordnung vom 3.9.32 durch das Verteilungsverfahren ersetzt (2).

Das Verteilungsverfahren ist ein Verfahren, daß „unter Aufrechterhaltung des geordneten Ganges der Verwaltung und der Versorgung der Bevölkerung die Befriedigung der Gläubiger aus Geldforderungen an Gemeinden und Gemeindeverbänden durch Aussonderung und Verwendung gemeindlicher Einnahmen und Vermögenswerte zu fördern bestimmt ist" (3). Die Durchführung des Verfahrens war an weitgehende Voraussetzungen gebunden, so daß für den Gläubiger von vornherein der Anreiz, sich des Verfahrens zu bedienen, vermindert wurde. Kam es jedoch ausnahms-

---

1) x x x, Kommunalfinanzen, Gläubiger und Staat, a.a.O. S. 647.
2) Wortlaut in Deutscher Sparkassenztg. v.22.4.33. Nr.47.
3) Bank, v. 13.9.33, S. 1317.

weise einmal zur Einleitung eines Verfahrens, so setzten sich die betroffenen Städte wie z.B. Dortmund und auch die zur Einleitung des Verteilungsverfahrens befugten Behörden gegen die Anwendung energisch zur Wehr (1). Die Hinnahme dieses Zustandes durch den Staat mag letzten Endes durch das eigene Schuldgefühl infolge der Überwälzung der Wohlfahrtslasten auf die Schultern der Kommunen hervorgerufen sein. Die Gläubiger mußten sich so gedulden, bis durch das Umschuldungsgesetz vom September 33 die Kommunen wieder zahlungsfähig wurden.

d) Die Valutasicherung.

Die Valutasicherung ist bestrebt, das Kapital vor Entwertungen zu schützen.

1. Die Reichsmark ohne und mit Feingoldklausel.

Der § 1 des Münzgesetzes vom 30.8.24 lautet: „Im Deutschen Reich gilt die Goldwährung, ihre Rechnungseinheit bildet die Reichsmark" (2). Aus 1 kg feinen Goldes sollen 2790 RM 900 fein geprägt werden (§ 3).

Der Begriff der Reichsmark ist also klar umrissen und von Seiten der Reichsregierung als auch der Reichsbank ist mehrfach darauf hingewirkt worden, die Aufnahme öffentlicher Anleihen nur in Reichswährung vorzunehmen (3). Klauseln, die eine besondere Goldsicherung der Reichsmark anstreben, sollten tunlichst vermieden werden (4), da ja die Relation zum Golde gesetzmäßig festgelegt war. Trotzdem war es möglich, daß das Vertrauen in die Währung infolge

---

1) Vgl.die Ausführungen Kardings über „Wirksamkeit von Zwangsmaßnahmen gegen Gemeinden" in Zeitschrift für Kommunalwirtschaft 1933, Sp.238 ff.
2) RGBl. II, S.254 § 1.
3) Erlaß v.27.1.25, zit. bei Zschintzsch, a.a.O.S.56.
4) Erlaß v.30.5.25, zit.bei Zschintzsch,a.a.O.S.160.

der Ereignisse des Jahres 1931 und die in ihrem Gefolge auftretenden Notmaßnahmen bis in das Jahr 1933 aufs neue erschüttert wurde. Das Mißtrauen fand weiterhin Nahrung durch die gesetzgeberischen Akte einer Reihe von Ländern unter Führung von England und Amerika, die ein Abgehen vom Goldstand dekretierten. Auch 1934 wurde infolge steigender Devisennot und des weiteren Umsichgreifens von Devalvationsgedanken (Tschechoslovakei) mehrfach von autoritativer Stelle darauf hingewiesen, so auch am 21.3.1934 von Adolf Hitler in seiner Rede zu Beginn der Arbeitsschlacht, daß Deutschland in der Lage und willens sei, seinen Währungsstandard aufrecht zu erhalten.

Von den Stadtanleihen ist nur eine, die Hanauer Anleihe von 1926, als reine Reichsmarkanleihe ausgefertigt. Die um diese Zeit übliche Form der Währungssicherung war die Reichsmark mit Feingoldklausel.

Die Wahl zu dieser Klausel erfolgte mit Rücksicht auf die Tatsache, daß in früheren Jahren vielfach durch obrigkeitlichen Eingriff einfach die Beziehung der Landeswährung zur Goldparität außer Kraft gesetzt worden war. Man wollte sich vor einer Wiederholung der unangenehmen Folgen, die einen mehr oder weniger großen Kapitalverlust bedingen, jetzt schützen, indem das Verhältnis der Reichsmark zum Golde noch besonders im Anleihevertrag festgelegt wurde (1).

So heißt es z.B. in dem Zulassungsantrag der 5 %igen Münchener Schatzanweisungen: „Die Einlösung der Zinsscheine und die Rückzahlung des Kapitals erfolgen bei Fälligkeit in gesetzlichen Zahlungsmitteln. Für jede geschuldete Reichsmark ist der in

---

1) Diese Bezugnahme sollte nur zugelassen werden, wenn „ohne sie die Begebung der Anleihen nicht oder nur zu ungünstigen Bedingungen möglich wäre" (Erlaß v.30.5.25 im Ministerialbl.f.preuß. innere Verwaltung von 1925, S.634).

Reichswährung ausgedrückte Preis von 1/2790 kg Feingold zu zahlen".

Es erhebt sich die Frage, ob die Klausel so auszulegen ist, daß in jedem Falle, also auch bei Festhalten am Goldstandard, der zu zahlende Betrag gemäß dem vereinbarten Goldwert zu leisten ist. Wäre das der Fall, dann müßte gegebenenfalls eine Reichsmark errechnet werden, die, obwohl die Voraussetzungen des § 1 des Münzgesetzes vom 30.8.1924 („im Deutschen Reich gilt die Goldwährung, ihre Rechnungseinheit bildet die Reichsmark..") gelten, einen eigenen Wert hätte, sobald aus irgend welchen technischen oder anderen Ursachen sich ein Agio des Goldpreises herausbildet, wie z.B. am 4.2.1934, als anstatt des paritätischen Preises von RM 2,79 ein solcher von 2,83 RM sich ergab. Das dürfte nicht die Absicht der Vertragsschließenden gewesen sein. Solange also keine Abkehrung vom Goldstandard erfolgt, muß der Nominalbetrag gezahlt werden. Erst bei Abgehen von der Goldparität ist unter Berücksichtigung des in der Klausel festgelegten Goldwertes ein der Entwertung angepaßter Betrag zurückzuzahlen. „Die Klausel bedeutet ... subsidiären Währungsschutz, sie wird also erst dann zum Maßstab, wenn das, was gemessen werden soll, nämlich die Reichsmark, seinen Wert verändert" (1).

Ganz klar wird diese Erkenntnis, wenn die Klausel so gefaßt ist, wie bei der Elberfelder Stadtanleihe von 1926, in der es heißt, daß „eine Reichsmark = 1/2790 kg Feingold, mindestens aber der volle Reichsmarkbetrag" zu zahlen ist. Dieser letztere müßte also auch vergütet werden, wenn der paritätische Preis von 2,79 RM wegen Sinken des Goldwertes für längere Zeit nicht erreicht würde.

Die Bedeutung der Klausel 1 Reichsmark = 1/2790 kg Feingold, ergibt sich daraus, daß von den

---

1) Lamm, B., Über Wertsicherungsklauseln bei Anleihen. In Zeitschr.f.handelswiss. Forschung, 27. Jahrgang S.387.

im gesamten deutschen Reiche am 31.12.33 notierten 84 Stadtanleihen 75 damit versehen waren (1).

Wir wenden uns nunmehr einer Rechnungseinheit zu, die zwischen Inflation und Beginn des Rechnens mit Reichsmark lag, der Goldmarkperiode.

2. Die Goldmark.

Schon vor, insbesondere aber während und nach dem Krieg hat es vereinzelt Wertsicherungsklauseln gegeben. Im Gefolge der vollständigen Deroutierung der Mark in den Inflationsjahren war es jedoch zur Unmöglichkeit geworden, Anleihen aufzunehmen, die nicht in irgend einer Form die Wertbeständigkeit des investierten Kapitals sicherten (2). Von den zahlreichen Maßstäben, nach denen der geschuldete Geldbetrag zu errechnen war - es seien hier u.a. nur Getreide, Kohle, Kali erwähnt -, setzte sich einer, das Gold, hauptsächlich infolge seines aus der Vorkriegszeit herüberleuchtenden Nimbus in so starkem Maße durch, daß als neue Rechnungseinheit die Goldmark entstand. Zwei Arten von Goldmark bekamen auch für die Stadtanleihen Bedeutung: eine Goldmark = 1/2790 kg Feingold, genannt Feingoldmark, und eine Goldmark = 10/42 Dollar, genannt Dollargoldmark. Wir wollen uns zunächst mit der ersteren beschäftigen.

aa) Die Feingoldmark.

Wie aus der Gleichung 1 Goldmark = 1/2790 kg Feingold hervorgeht, hat die Feingoldmark den gleichen Währungsinhalt wie die spätere Reichsmark. Das Aufkommen der Bezeichnung Goldmark ist darauf zu-

---

1) Laut Kursblattkommentar der Berliner Börsenberichte vom 20.3.33 und laut Salings Börsenpapieren, 2.Teil, 1933/34 u. 3.Teil 1931/32.
2) Vgl. Gutachten des Berliner Börsenvorstandes. In Berliner Börsenzeitung vom 22.6.33.

rückzuführen, daß auf die Reichsmark damals noch kein Bezug genommen werden konnte, da die Reichsmark erst ein Jahr nach der Stabilisierung als neue Währungseinheit (1 RM gleich dem 2790. Teile eines Kilogramms Feingold) geschaffen wurde. Dann freilich ließ das Münzgesetz vom 30.8.1924 und die dazu ergangene Durchführungsverordnung vom 12. Dezember 1924 in allen Gesetzen, in denen das Wort Goldmark vorkam, an dessen Stelle das Wort Reichsmark treten. Bei den drei Stadtanleihen, Mainz von 26, Nürnberg von 26 und Altenburg von 26, die als Feingoldmarkanleihe gegeben wurden, fallen nun aber merkwürdigerweise die Emissionsdaten erst viel später, nämlich Anfang und Mitte 1926. Wollte man zu der Reichsmark durch das Zurückgreifen auf diese schon überwundene Bezeichnung Goldmark einen Gegensatz konstruieren und so diese in jedem Falle als eine Mark sui generis charakterisieren?

Lamm ist der Ansicht, daß die Goldmark ohne eigenen Inhalt sei und infolgedessen die Feingoldbezugnahme einzige Quelle einer Definition sein müsse (1). Demgegenüber ist aber wohl anzunehmen, daß erst recht nach der gesetzlichen Gleichstellung zwischen Goldmark und Reichsmark kein Gegensatz hergestellt werden sollte, bzw. auch garnicht konnte. Es bleibt also die Relation 1 Goldmark = 1 Reichsmark = 1/2790 kg Feingold. Damit ergeben sich für diese Klausel dieselben Schlußfolgerungen wie für die vorhergehende Reichsmark mit Feingoldklausel.

bb) Die Dollargoldmark.

Bei den Stadtanleihen haben neben den bereits zurückgezahlten 5 %igen Danziger und Fürther Anleihen folgende noch heute im Umlauf befindlichen Papiere die Dollarklausel:

---

1) Lamm, a.a.O. S.386.

1. Berlin v.24 1 GM. = 10/42 amerik.Dollar
2. Baden-Baden v.24 1 GM. = 0,2381 USA-Dollar
3. Eschwege v.23. Goldmark 4,20 = 1 USA-Dollar
4. Frankfurt a.M.v.26 1 GM. = 10/42 amerik.Dollar
5. Nürnberg v.23. GM. 4,20 = 1 USA-Dollar.

Wie aus der Schilderung der Entstehung der Goldmark unzweideutig hervorgeht, war es die Absicht des Sparers, sein Geld vor Entwertung zu schützen. „Gläubiger und Schuldner sahen in der Goldmark die Mark der Vorkriegszeit, die Jahrzehnte hindurch ungefähr 10/42 Dollar galt; sie waren von der Vorstellung beherrscht, daß der nordamerikanische Dollar die größte Gewähr für Werterhaltung bot, da niemand daran zweifelte, daß die Vereinigten Staaten an der Goldwährung festhalten würden. Niemand hielt es für möglich, daß der Dollar jemals etwas anderes bedeuten würde als eine bestimmte Menge Feingolds" (1). Daß man bei der allgemeinen Umstellung auf Reichsmark gegen Ende des Jahres 1924 die Dollargoldmark nicht ausschließen wollte und infolgedessen auch 1 Dollargoldmark = 1 Reichsmark betrachtete, dafür sei als Beweis die Auffassung der damaligen Börsenkreise angeführt, die z.B. bei der 5 %igen Danziger Goldanleihe von 1923, die in Goldmark 4,20 Abschnitte und vielfache davon gestückelt war, anordneten, daß die bis November 1924 erfolgte Notierung pro Dollar ab Dezember 1924 auf pro 100 umgestellt wurde. Dennoch war, wie sich erst im Jahre 1933 herausstellte, der Glaube trügerisch, daß beim Dollar Abweichungen von der Goldparität keinesfalls möglich seien.

Es kann kein Zweifel bestehen, daß bei starrer Auslegung der Klausel 1 GM. = 10/42 Dollar der verbriefte Betrag von so und soviel Goldmark so zu zahlen ist, daß die Goldmark nach dem Dollar nordamerikanischer Währung zu errechnen ist.

---

1) Gutachten des Börsenvorstandes in Berliner Börsenzeitung v. 22.6. 1933.

Maßgebend für die Auslegung einer Willenserklärung ist aber nicht nur der buchstäbliche Sinn des Ausdrucks, vielmehr ist nach § 133 BGB. der wirkliche Wille zu erforschen. Über den beabsichtigten Zweck der alternativen Dollarklausel, sein erspartes Geld vor Entwertung zu schützen, sind keine Worte mehr zu verlieren. Ferner ist nach den §§ 157, 242 BGB. bei Auslegung von Verträgen zu berücksichtigen, was Treu und Glauben mit Rücksicht auf die Verkehrssitte erfordern. Da damals das paritätische Verhältnis zwischen Dollar und Gold eine vollkommene Gleichstellung bedeutete, konnte auch nur eine bestimmte Gewichtsmenge Feingold Gegenstand der Sicherung sein. Die Verbundenheit mit dem Golde war daher eine wesentliche Eigenschaft des Wertmessers, und es würde somit gegen Treu und Glauben verstoßen, wollte der Schuldner nachträglich diesen Maßstab für den Umfang seiner Verpflichtungen nicht mehr anwenden (1,2).

In der von der Stadtsparkasse Hannover gegen den Provinzialverband Hannover eingereichten Klage zur Zahlung der Zinsen für die Goldmarkanleihe von 1925 zum vollen Nennbetrage und nicht zum entwerteten Dollarkurs entschieden zuerst das Landgericht Hannover (3), sodann das Oberlandesgericht Celle und schließlich das Reichsgericht, das bei Inlandsanleihen, in denen der Dollar neben Markbeträgen als Rechnungseinheit festgesetzt ist, die Entwertung der nordamerikanischen Währung nicht zu berücksichtigen ist, und daß die Dollarklausel nur als

---

1) Zitiert nach Springer, Zur Dollarklausel der Stahlwerkeanleihe. In Berl.Börsenzeitung, vom 27.6.33 Nr.294.
2) Vgl. den Bericht über die Tagung des Sparerbundes für das Deutsche Reich betr.das Thema „Rechtliche u.volkswirtschaftliche Bedeutung der Dollarklausel". In Berl.Börsenztg.v.10.1.34 Nr. 15. Vortrag gehalten von W. Tormann.
3) Urteil i.Dt.Bergwerksztg. v.18.2.34 Nr.41.

eine Wertsicherung zu betrachten ist (1). Die zur Begründung angeführten Argumente sind im wesentlichen schon vorweggenommen.

Es ist nun interessant und läßt auf den Grad der moralischen Verantwortung gegenüber den Gläubigern einen Schluß ziehen, wie die Schuldner, die keinen effektiven Verlust erlitten hatten, sich in Sachen der Zinszahlung ihrer Dollargoldanleihen verhielten.

Die Stadt Berlin hat zwar bei ihrer Anleihe von 1924 im Betrage von 20 Millionen Goldmark den jährlich zu zahlenden, am 1.1.1934 fälligen Kupon auf Goldbasis eingelöst, aber zugleich in Pressemitteilungen erklären lassen, daß sie sich für die später fällig werdenden Zinsscheine sowie für die Rückzahlung des Kapitals eine andere Entscheidung vorbehalte (2). Diesen Vorbehalt ließ man erst nach dem Leipziger Urteil fallen (3).

Neben der Stadt Eschwege zog auch die Stadt Frankfurt a.M. aus der Dollarentwertung keinen Nutzen. Zwar begrenzte Frankfurt zuerst die Entschließung auf die im Oktober 1933 fälligen Zinsen, um abzuwarten, nach welcher Richtung Rechtsprechung und Verkehr sich entwickeln würden (4). Aber etwas später rang man sich in Anbetracht des frühen Zeitpunktes zu einem bemerkenswerten Verantwortungsbewußtsein durch. Die Ausführungen der Magistratspressestelle verdienen, hier festgehalten zu werden. Es heißt dort u.a.: „Man würde das Vertrauen, das der Sparer durch Zeichnung der Anleihe der Stadt entgegenbrachte, auf das Schwerste enttäuschen, wenn man jetzt die Tatsache, daß der sowohl von dem Anleihezeichner wie auch von der Stadt seinerzeit als unbedingt wertbeständig angesehene Dollar plötzlich einen Teil seines Wertes eingebüßt hat, dazu benut-

---

1) Urteil in Frankfurter Ztg.v.30.11.34. Nr.579.
2) Frankfurter Ztg. v. 17.12.33, 872 u. 873.
3) Frankfurter Ztg. v. 24.12.34, Nr. 654.
4) Frankfurter Ztg. v. 27. 9.33, Nr. 718/19.

zen wollte, um die Anleihebesitzer um einen Teil ihrer Ersparnisse zu bringen. Ein solches Vorgehen würde in einem krassen Widerspruch zu den Bestrebungen der Regierung stehen, die darauf hinauslaufen, das Vertrauen des Sparers in die Sicherheit und Beständigkeit seiner angelegten Ersparnisse zu kräftigen und auf diese Weise zu einer Gesundung des deutschen Kapitalmarktes von innen heraus zu kommen, die letzten Endes die Voraussetzung für die dauernde Gesundung unserer wirtschaftlichen Verhältnisse überhaupt und damit auch für die Beseitigung der Arbeitslosigkeit sein muß" (1).

Dem guten Beispiel, das hier von führenden deutschen Städten gegeben wurde, folgten leider die Städte Nürnberg und Baden-Baden nicht. Die letztere löste die am 1.1.34 fälligen Kupons auf die 1924er Goldanleihe nach dem Stande des Dollars vom 30.12. 1933 = 2,69 RM mit 64 Reichspfennig für eine Goldmark ein. Nürnberg legte bei der 1923er Goldanleihe für die Auszahlung der am 1.12. fälligen Zinsen den Dollarkurs vom 1.11.1933 zugrunde. Ein Protest von Seiten des Sparerbundes für das Deutsche Reich in Berlin, der aber ohne Erfolg blieb, weist u.a. auf die Inkonsequenz der Stadt hin, niemals vom Dollargegenwert der Zinsbeträge, sondern nur von den Goldmarkbeträgen gesprochen zu haben. So sei auch im Dezember 1932 der Zinsschein zum Reichsmarknennbetrag eingelöst worden, obwohl der Mittelkurs für Auszahlung New York in Berlin am Stichtag nicht RM 4,20, sondern RM 4,213 betragen habe (2). Erst Anfang Dezember 1934 verzichtete der Stadtrat Nürnbergs wohl oder übel auf die Anwendung der Dollarklausel und erfüllt nun zum vollen Reichsmarkbetrage (3).

---

1) Frankfurter Ztg. Stadtblatt v.19.12.33, 876.
2) Zit. in Frankfurter Ztg. v.15.11.33, 813.
3) Frankfurter Ztg. v. 2.12.34, 613.

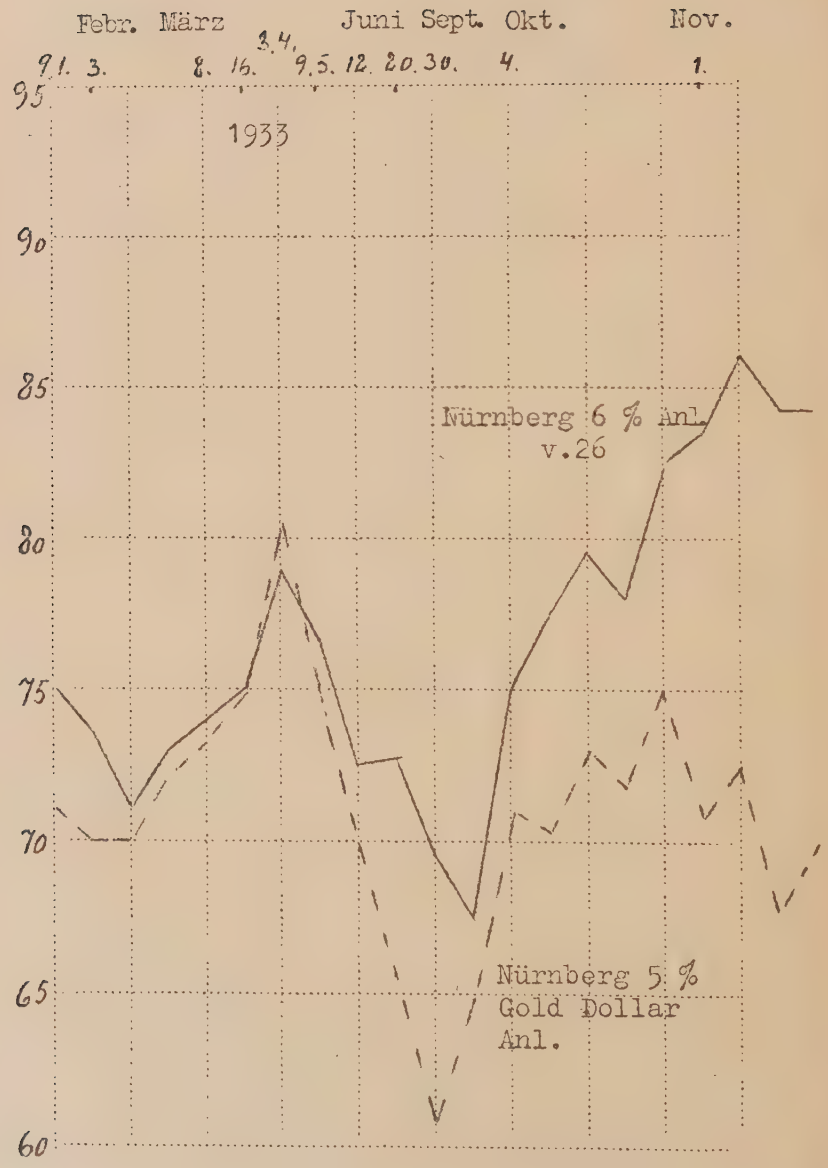
cc) Kursbildung der Dollargoldanleihen.

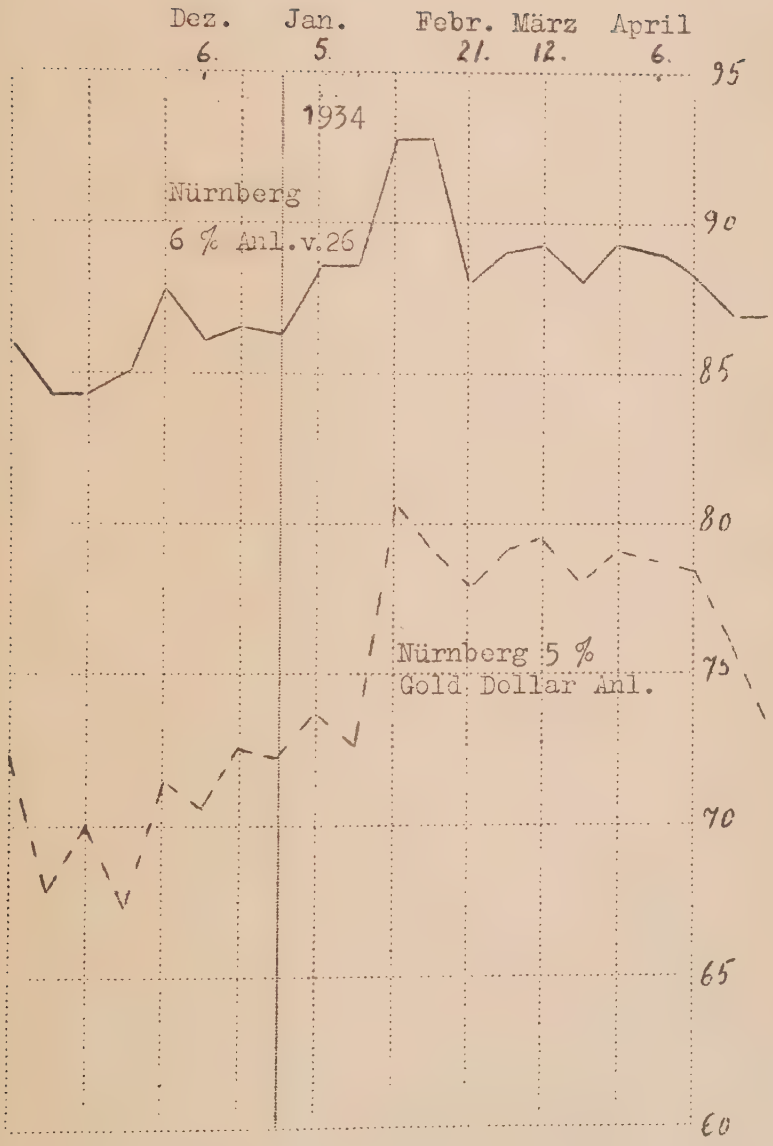
Zwar kann man jetzt zu Anfang 1935 sagen, daß glücklicherweise beunruhigende Ausstrahlungen der einzelnen mit Dollarklauseln versehenen Anleihen auf die Gesamtheit des Marktes nur von vorübergehender Dauer waren, und sich eine Benachteiligung der Gesamtentwicklung am Rentenmarkt von dieser Art inländischer Dollargoldanleihen nicht herleiten läßt. Bemerkenswert ist es jedoch immerhin, wenn sich nur für einzelne Anleihen eine Klausel, die ihren Wert besonders sicher stellen sollte, geradezu zu einem beherrschenden Unsicherheitsfaktor für die Kursbildung herausstellt.

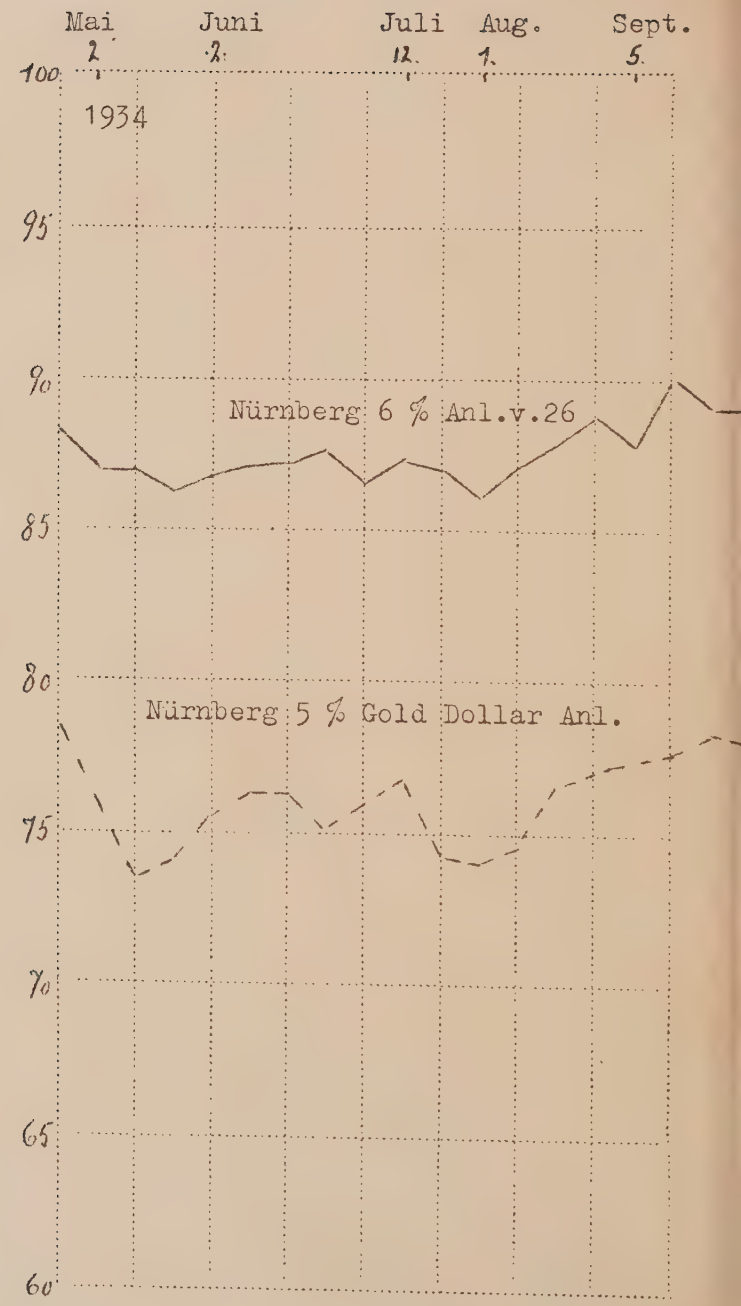
Es wurden bei einer Anzahl von Anleihen Vergleiche für die kritische Zeit angestellt. Betrachten wir zuerst den Kursverlauf der 6 %igen Nürnberger Anleihe von 1926 und den der 5 %igen Nürnberger Golddollaranleihe von 24. Entsprechend dem Nominalzinsfuß liegt die 6 %ige Anleihe normalerweise über der 5 %igen. Die Spanne ist allerdings wohl wegen verstärkter Tilgungskäufe ziemlich eng und beträgt meistens 3-4 %. Man muß es als anormal bezeichnen, daß im April 1934 offenbar wegen der vermeintlichen Konversionssicherheit die niedriger verzinsliche Anleihe die höher verzinsliche überklettert. Nun tritt bald darauf die Abstellung auf Dollar im Kurs in Erscheinung. Nachdem im Juni sich der Abstand auf 9 % verbreitert hatte, fand im Juli übernaupt keine Notiz für die Nürnberger Goldanleihe statt. Dieser Vorgang war eine Folge der in den Markt getragenen Unruhe, die durch die Weigerung der Vereinigten Stahlwerke verursacht worden war, die Zinsen in Golddollar zu zahlen. Von Seiten der Obligationäre wurde ein Prozeß angestrengt, in dem am 26.7.33 die Beklagte vom Amtsgericht Düsseldorf zur Zahlung des vollen Betrages verurteilt wurde (1).

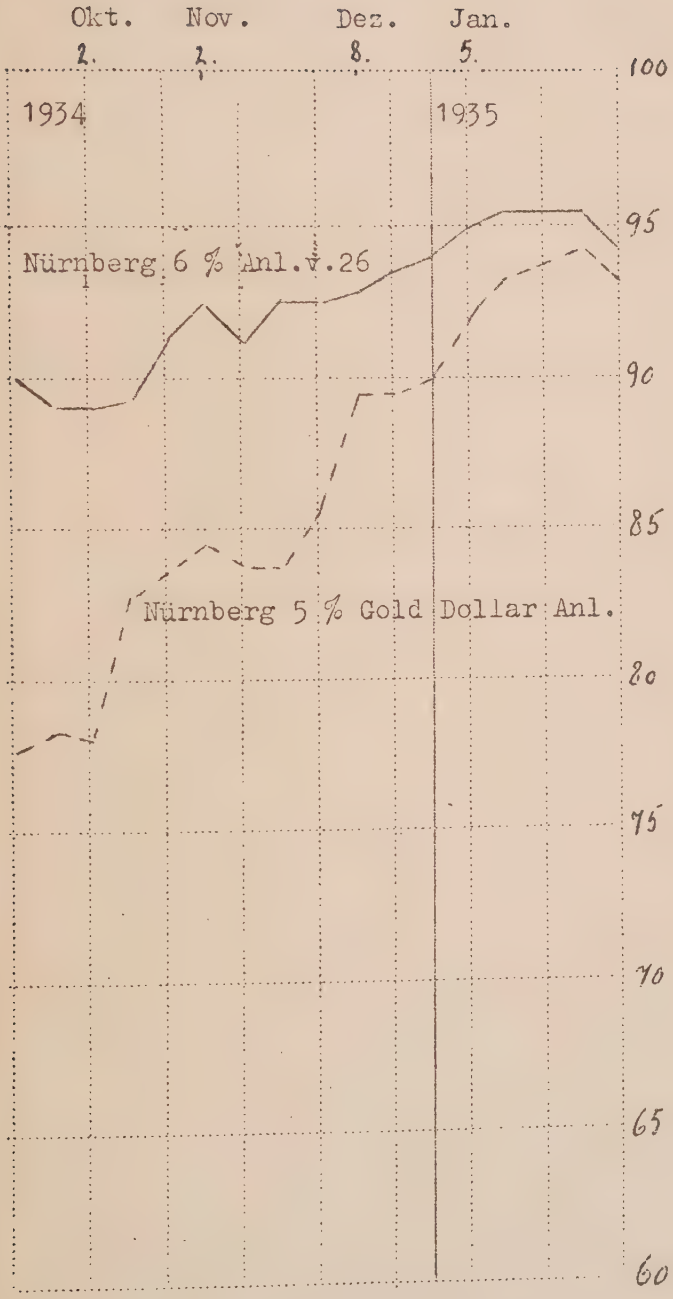
---

1) Urteil in der Kölnischen Ztg. v.5.8.33.


Febr. März Juni Sept. Okt. Nov.
31. 3. 8. 16. 3.4. 9.5. 12. 20. 30. 4. 1.
95
90
85
80
75
70
65
60
1933
Nürnberg 6 % Anl. v.26
Nürnberg 5 % Gold Dollar Anl.


Dez. 6.
Jan. 5.
Febr. 21.
März 12.
April 6.
1934
Nürnberg
6 % Anl. v. 26
Nürnberg 5 %
Gold Dollar Anl.
95
90
85
80
75
70
65
60


Mai
Juni
Juli
Aug.
Sept.
2
2.
12.
1.
5.
100
1934
95
90
Nürnberg 6 % Anl.v.26
85
80
Nürnberg 5 % Gold Dollar Anl.
75
70
65
60

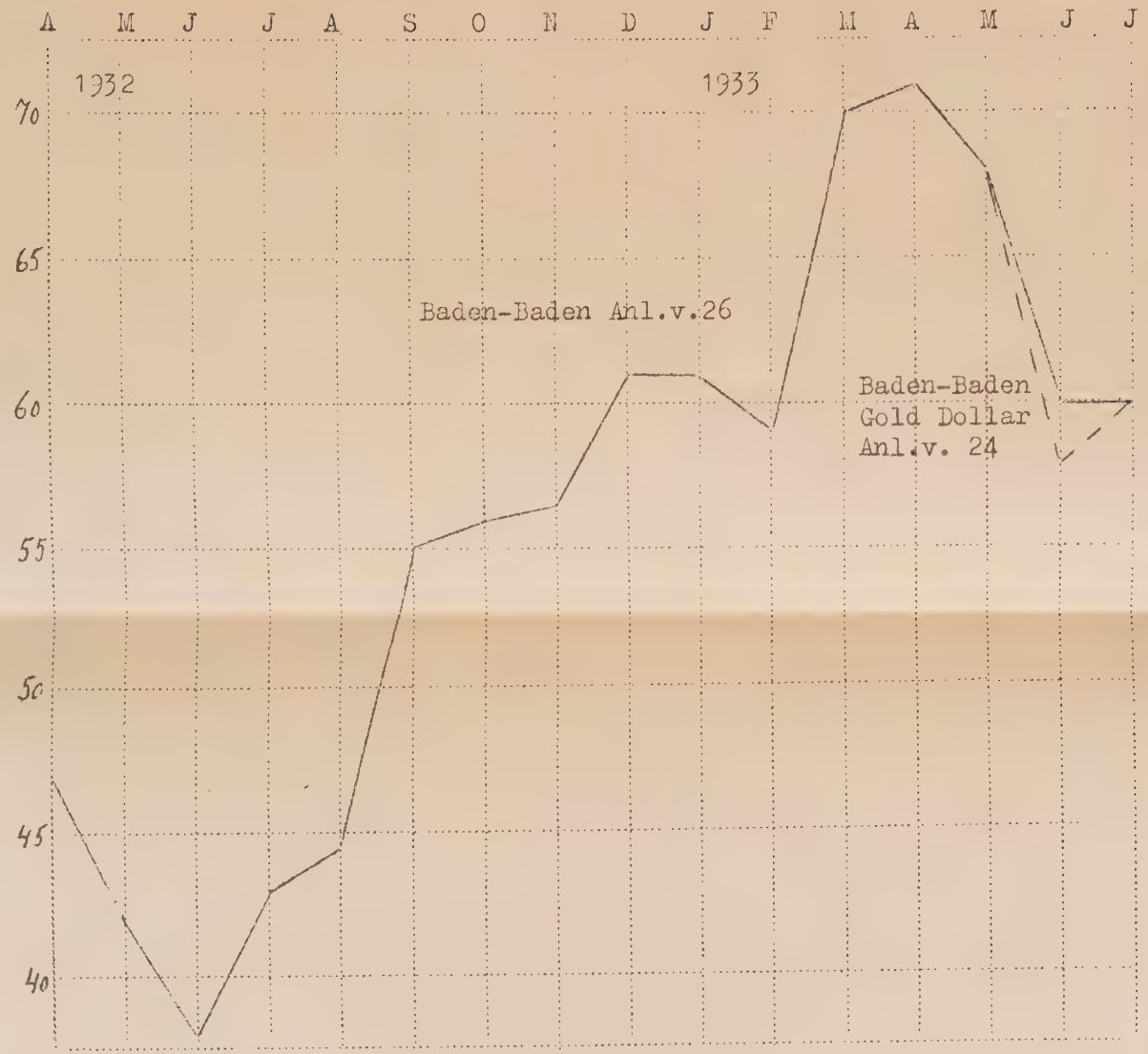

Okt.
2.
Nov.
2.
Dez.
8.
Jan.
5.
1934
1935
100
95
90
85
80
75
70
65
60
Nürnberg 6 % Anl. v. 26
Nürnberg 5 % Gold Dollar Anl.

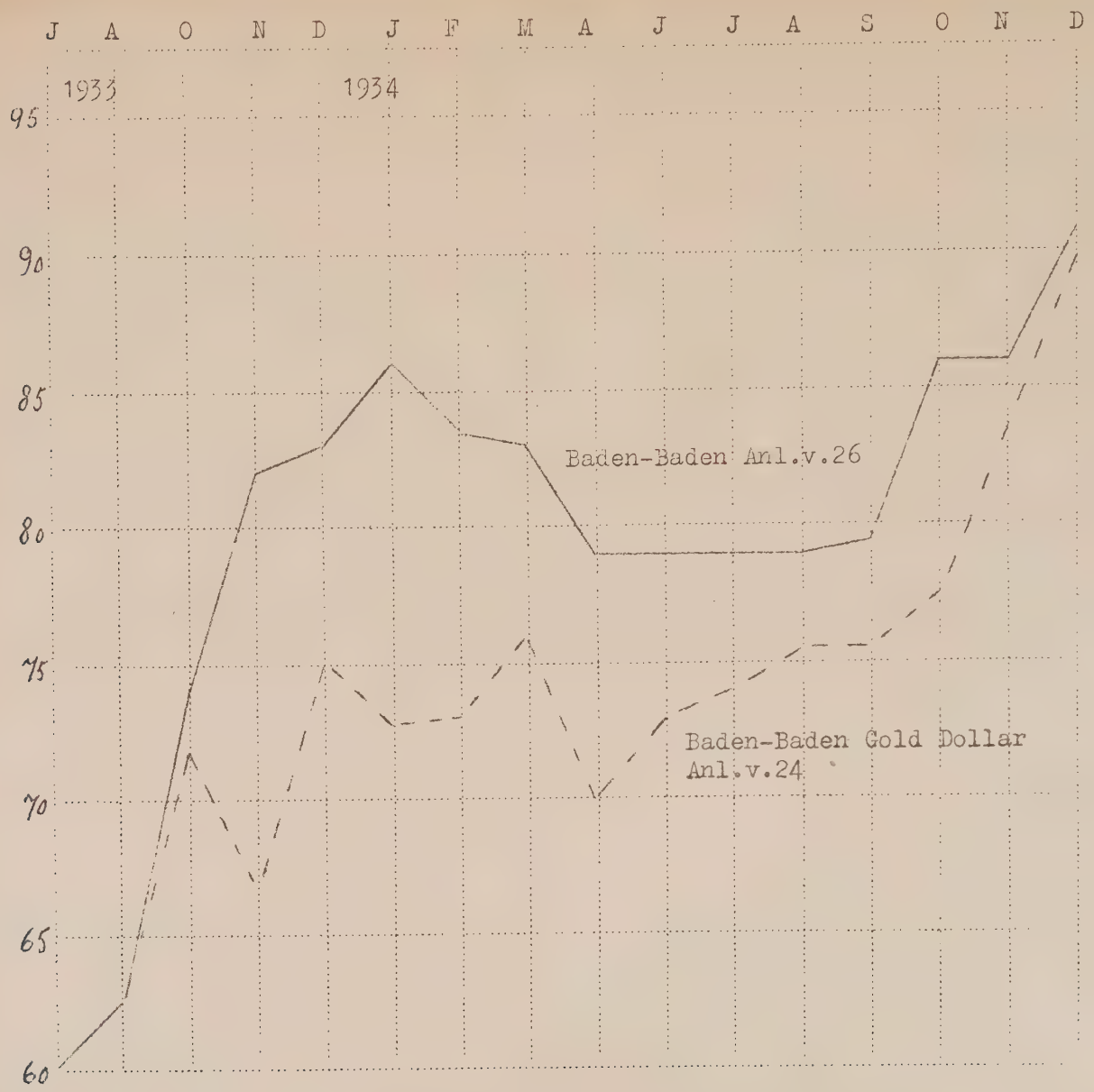
Daraufhin trat in den Kursen eine Annäherung bis auf 2 ½ % wieder ein. Die lähmende Unsicherheit griff aber im Oktober wieder Platz. Als am 8.November 1933 das Landgericht Köln (1) als Berufungsinstanz zur Grundlage für die Umrechnung den entwerteten Papierdollar zuließ, nahm auch Nürnberg diese Gelegenheit wahr. Das wirkte auf die Kurse so, daß sich zwischen den beiden Anleihen Nürnbergs eine Kluft bis zu über 17,5 % auftat. Diese Differenz verminderte sich zwar, nachdem ein vernünftiges Kalkulieren wieder der Panik Platz gemacht hatte, auf durchschnittlich etwas über 10 % während der ersten 9 Monate des Jahres 1934, bis dann die reichsgerichtliche Entscheidung mit allem Zweifel Schluß machte. Darauf vollzog sich gegen Ende des Jahres 1934 eine als regulär anzusprechende Annäherung bis auf 4 %. Ist somit im Umriß die große Entwicklung der Nürnberger Golddollaranleihe seit Mitte 1933 gekennzeichnet, so ist im besonderen noch zu sagen, daß die Kursbildung teils parallel zur 26er Anleihe verläuft, teils aber auch der Ausstattung durch den 5 %igen Nominalzinsfuß mit der Bevorzugung bei evtl. Konversion zuzuschreiben ist. Das kommt besonders im Januar 1934 und 35 zum Ausdruck. Teils aber weicht der Kurs diametral von der 1926er Anleihe ab und folgt der Bewegung des Dollars, wie das z.B. Mitte November 1933 der Fall ist, als der Dollar mit 58,97 % der Franc-Parität auf den tiefsten Stand des Jahres gelangte (2).

Der Kursverlauf der Baden-Badener Anleihe von 1924 zeigt die durch den Golddollarcharakter und die Auszahlung der Zinsen zu entwertetem Gelde bedingte Kursbildung noch deutlicher in ihrer zur 1926er Anleihe konträr verlaufenden Entwicklung (3). Beide Anleihen stimmen während 1932 und Anfang 1933

---

1) Urteil in der Kölnischen Ztg. v.26.11.33.
2) Börsen- und Wirtschaftskalender 1934, Die Entwicklung von Dollar und Pfund. S.87.
3) Beide Anleihen werden in Frankfurt/M. notiert.


A M J J A S O N D J F M A M J J
1932
1933
70
65
60
55
50
45
40
Baden-Baden Anl.v.26
Baden-Baden
Gold Dollar
Anl.v. 24


J A O N D J F M A J J A S O N D
1933
1934
95
90
85
80
75
70
65
60
Baden-Baden Anl.v.26
Baden-Baden Gold Dollar
Anl.v.24

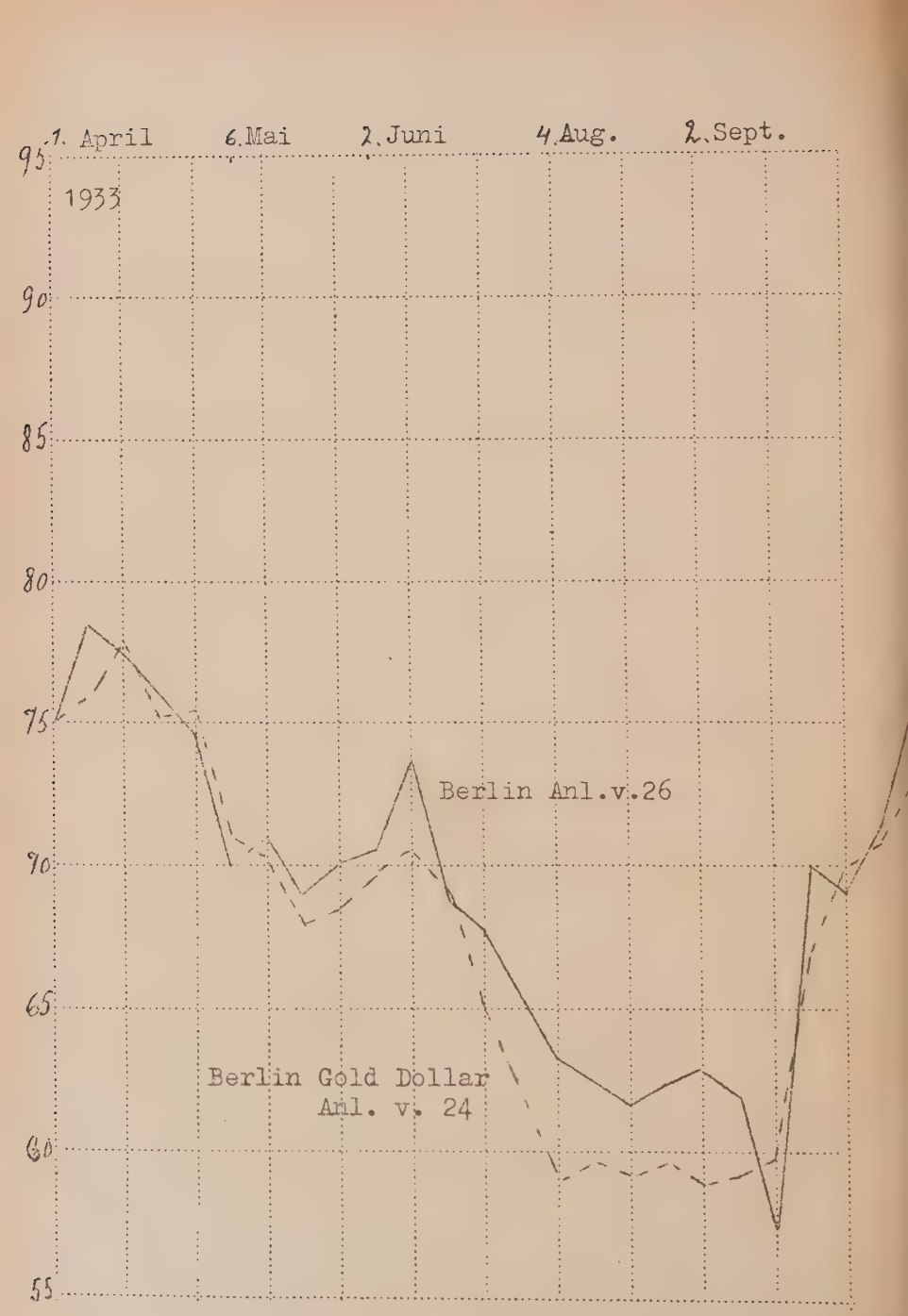
in den Kursen überein. Das beruht auf dem gleichen Zinsfuß, dem es auch zuzuschreiben ist, daß der Abstand 1934 manchmal, wenn die Einschätzung der noch in der Zukunft liegenden höchstrichterlichen Entscheidung als für den Gläubiger günstig angesehen wurde, sehr eng wird und bis zum Jahresende schon fast verschwunden ist.

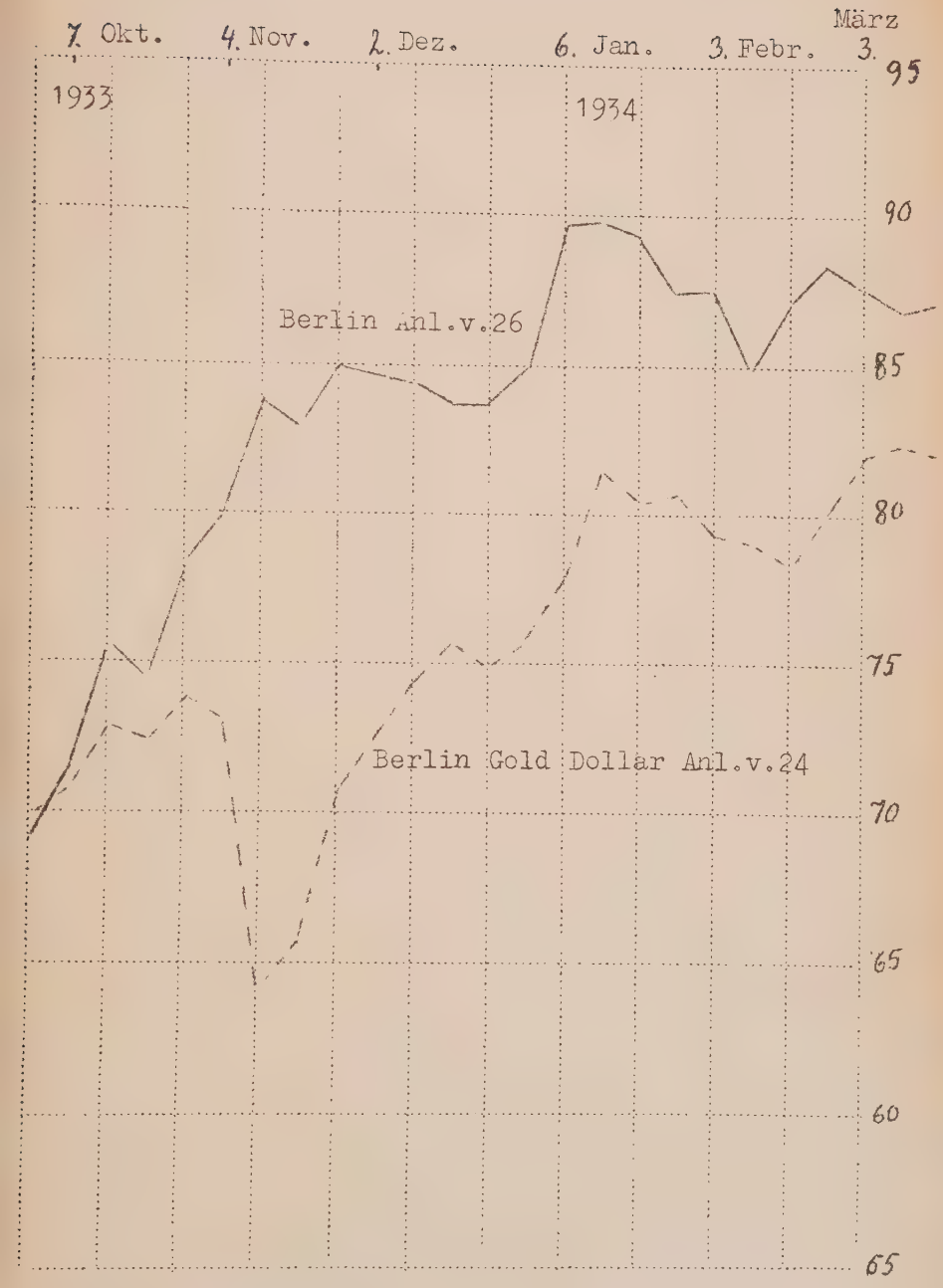
Im folgenden soll noch der Kursverlauf von je zwei Anleihen untersucht werden, bei denen die Zinsen zwar zum Golddollarkurs gezahlt wurden, zugleich aber erklärt worden war, daß im Falle eines die Zinszahlung zum Papierkurs anerkennenden Urteils die zuviel bezahlten Zinsen nachträglich zurückzuerstatten seien. Von den Berliner Anleihen zeigt auch die 1924er schon den genügend charakterisierten, von richterlichem Urteil und Dollarentwicklung (1) abhängigen Kurs, der auch nach der Auszahlung der Zinsen über den Golddollar in seiner niederen Bewertung als Ausdruck der verbleibenden Unruhe anzusehen ist. Bemerkenswert ist noch zu Anfang 1935 die Höherbewertung der Golddollaranleihe infolge der Kündigung zu nur 105 % (Vergleichsanleihe Berlin v.26). (Tabelle s.folgende Seiten).

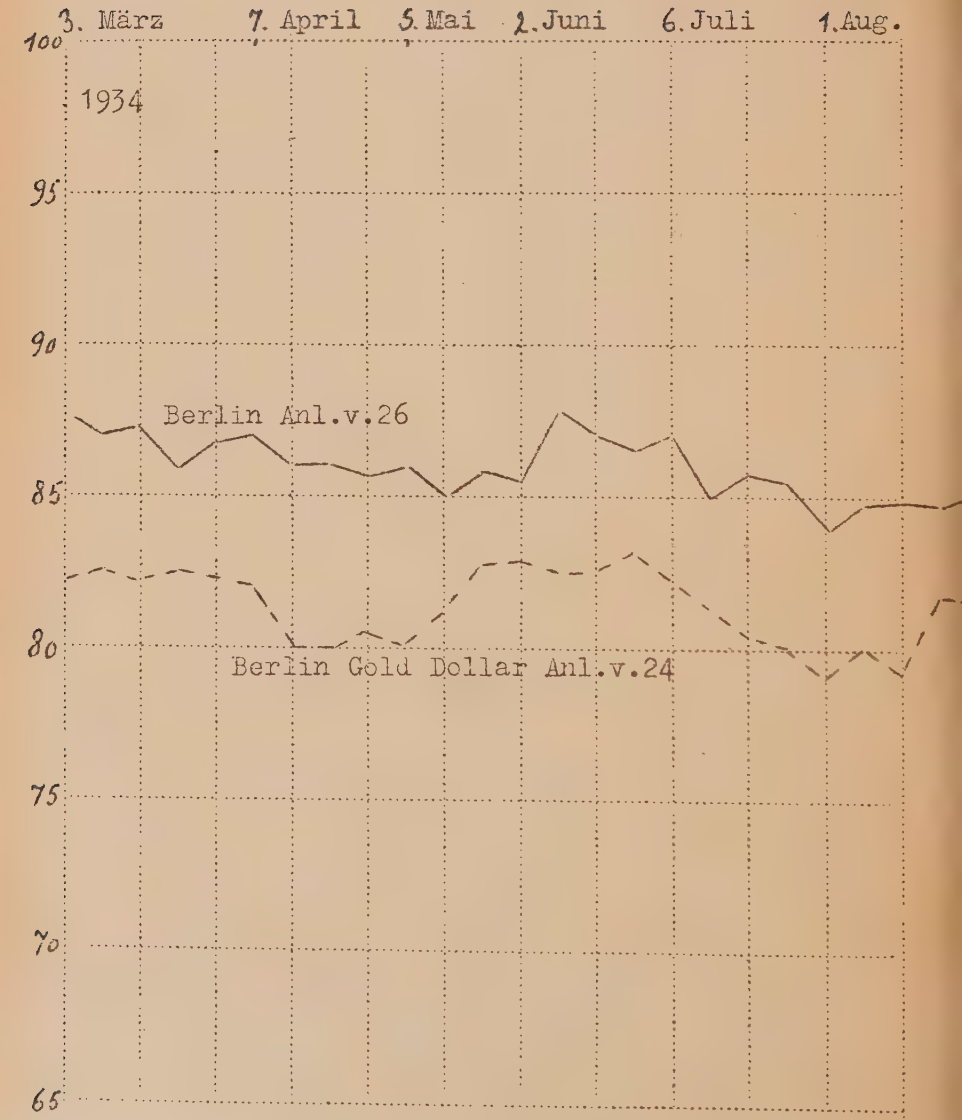
Die Frankfurter Golddollaranleihe v. 26 (2) bestätigt die Erkenntnis über die Kursbildung dieser Anleihen. Bemerkenswert ist, daß die vorher zitierte Erklärung der Stadt im Dezember 1933 wohl einen enormen Kursanstieg zu verzeichnen hat, aber im übrigen auch nicht in der Lage war, die Kurse der beiden Anleihen vollständig zusammenzuführen. (Vergleichsanleihe Frankfurt a.M. v.26). (Tabelle siehe zwischen S.274/5).

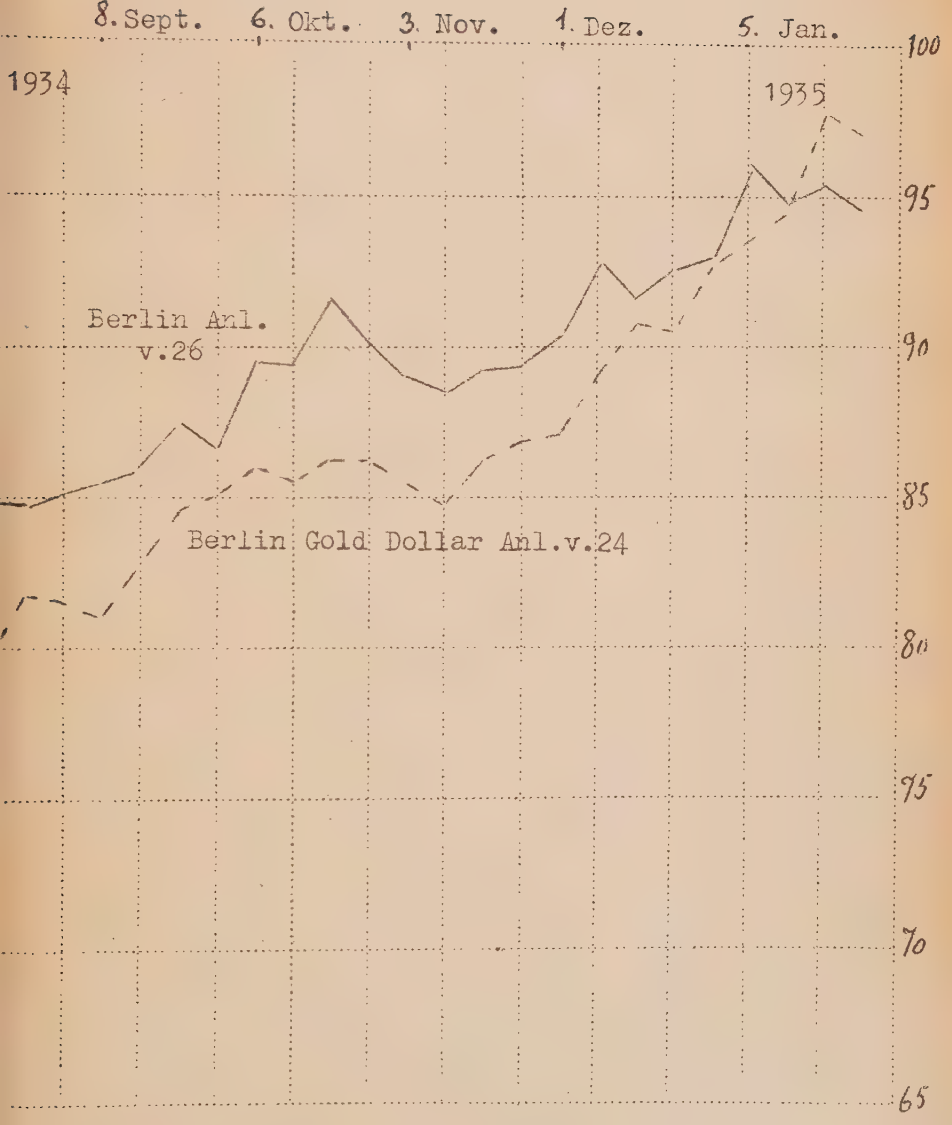
---

1) Dabei war es zu beobachten, daß sich der Kurs vielfach in Anpassung an die Dollarbonds bewegte (vgl. z.B. Kursbericht v. 24.11.33).
2) Nur in Frankfurt a.M. notiert.


1. April
6. Mai
2. Juni
4. Aug.
2. Sept.
1933
95
90
85
80
75
70
65
60
55
Berlin Anl. v. 26
Berlin Gold Dollar
Anl. v. 24


7. Okt.
4. Nov.
2. Dez.
6. Jan.
3. Febr.
März 3.
1933
1934
95
90
85
80
75
70
65
60
65
Berlin Anl.v.26
Berlin Gold Dollar Anl.v.24


3. März
7. April
5. Mai
2. Juni
6. Juli
1. Aug.
100
1934
95
90
Berlin Anl.v.26
85
80
Berlin Gold Dollar Anl.v.24
75
70
65


8. Sept.
6. Okt.
3. Nov.
1. Dez.
5. Jan.
1934
1935
100
95
90
85
80
75
70
65
Berlin Anl. v.26
Berlin Gold Dollar Anl.v.24

3. Umberechnungsmodalitäten.

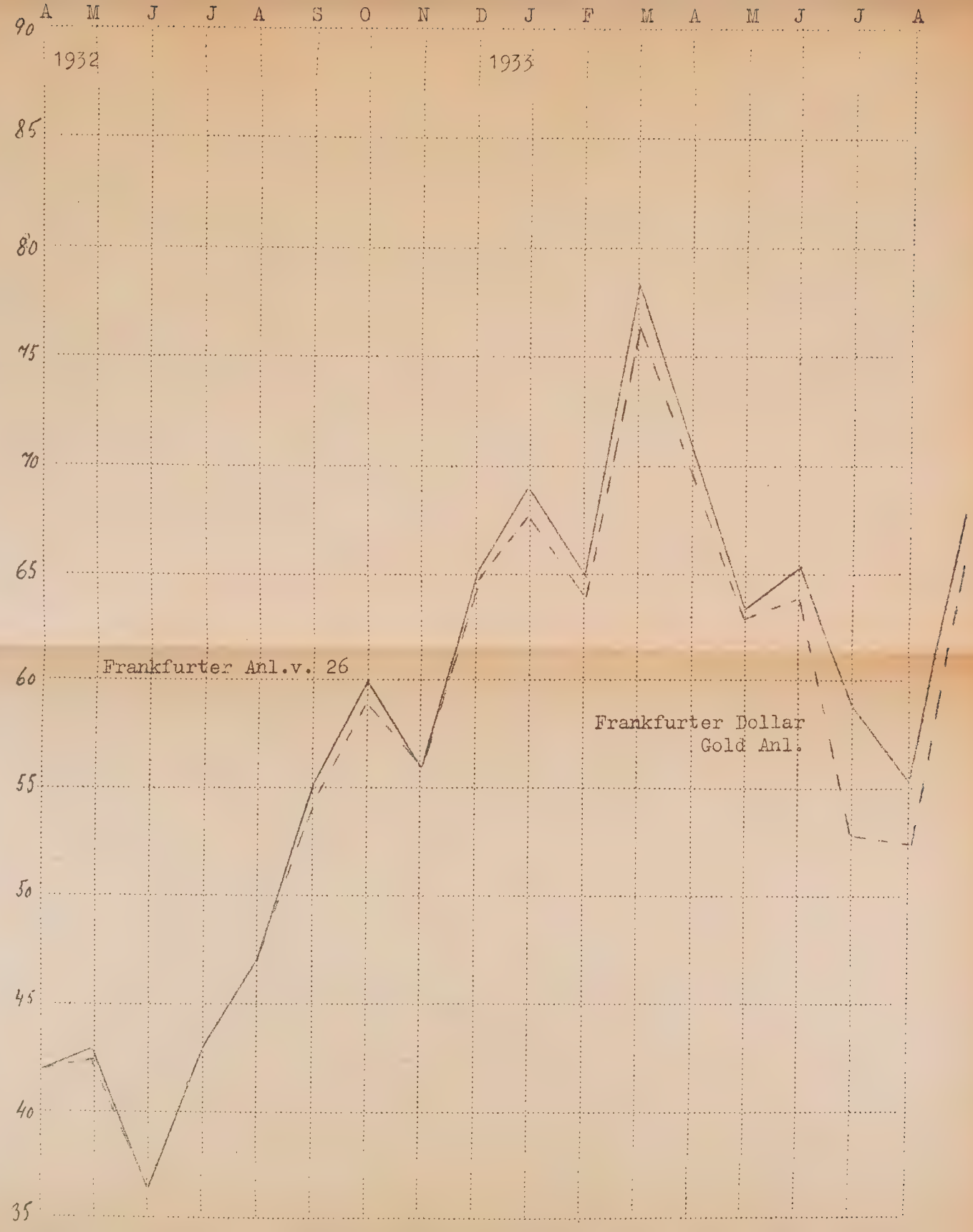
aa. Zeitliche Unterschiede.

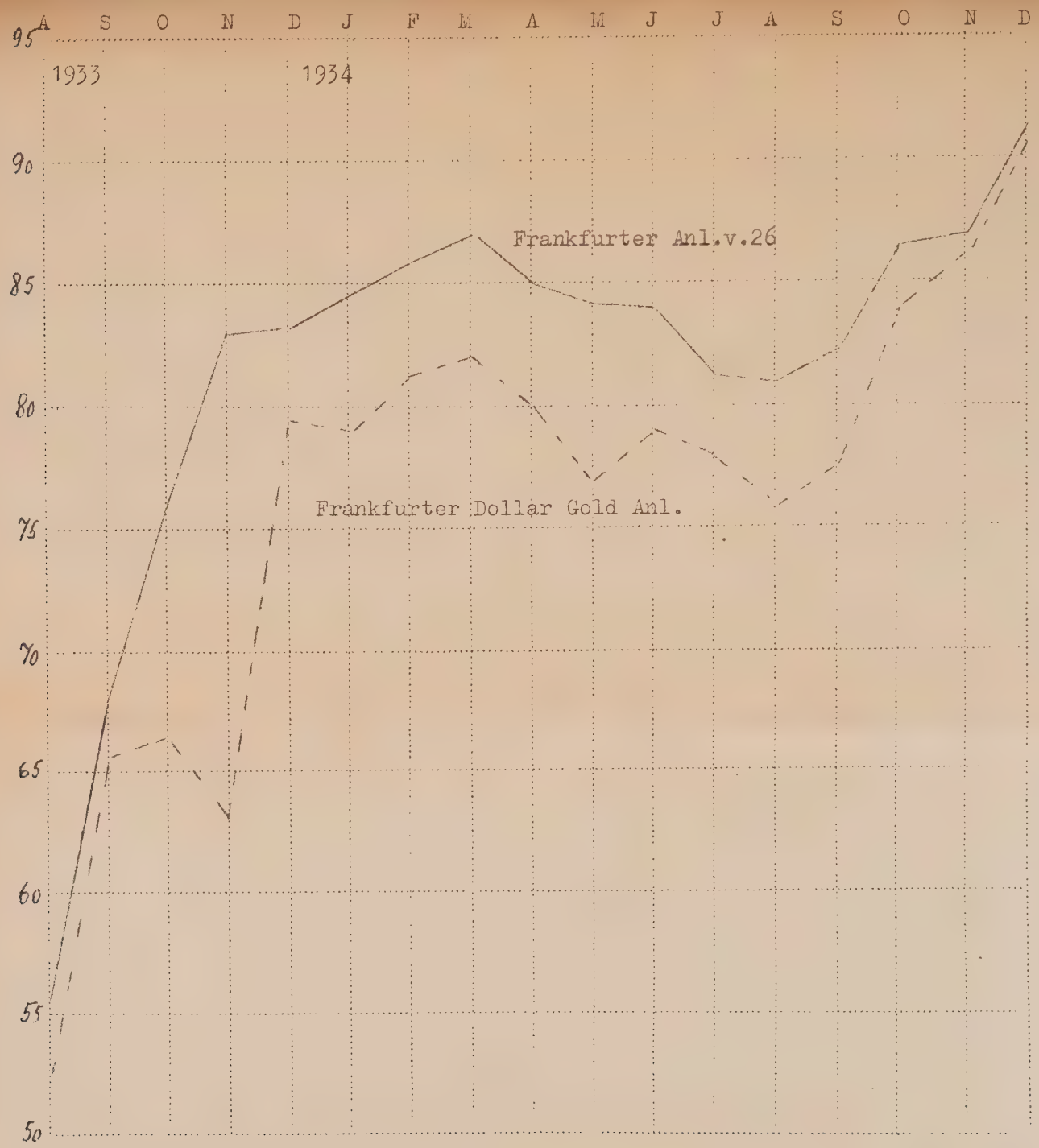
Angenommen, aus irgend einem Grunde mache sich die Anwendung der subsidiären Währungsklausel nötig, bei der also der Schuldner zwar in der geltenden Reichsmarkwährung zu zahlen habe, diese Leistung aber in ihrer wirklichen Höhe erst durch die Umrechnung des Preises einer bestimmten Menge Feingoldes in die Reichsmarkwährung bestimmt wird. Wie diese Rechnung vorgenommen werden soll, darüber sagt z.B. der Prospekt der Oberhauser Anleihe von 27 das folgende: „Eine Reichsmark = 1/2790 kg Feingold, Einlösung zum Londoner Goldpreis vier Wochen vor Fälligkeit, umgerechnet zur Berliner Mittelnotiz für Auszahlung London 10 Tage vor Fälligkeit." Der Wert der Feingoldklausel kann durch die Anknüpfung an die englische Währung sich nie verändern, denn der Londoner Goldpreis müßte z.B. bei einer Entwertung des Pfundes entsprechend steigen, vorausgesetzt, daß er nicht manipuliert oder ein Verbot des Goldagiohandels erlassen wird (1).

Nun geht aber weiter aus dem Text hervor, daß zwischen der Feststellung des Goldpreises und der

---

1) Vorübergehend können sich trotzdem noch Annomalien einstellen, was sich z.B. ereignete, als infolge der Diskrepanz zwischen der neuen amerikanischen Goldparität (2,48) und der noch höheren internationalen Bewertung des Dollars der Londoner Goldpreis durch die starken Aufkäufe von amerikanischer Seite ein Agio erhielt. Bei der Umrechnung in Reichsmark ergab sich so am 4.2.34 nicht der paritätische Preis von RM 2,79, sondern ein Wert von RM 2,83 für ein Gramm Feingold. (Frankfurter Ztg. v.7.2.34 Nr.68).


A M J J A S O N D J F M A M J J A
1932
1933
90
85
80
75
70
65
60
55
50
45
40
35
Frankfurter Anl.v. 26
Frankfurter Dollar
Gold Anl.


A S O N D J F M A M J J A S O N D
95
90
85
80
75
70
65
60
55
50
1933
1934
Frankfurter Anl.v.26
Frankfurter Dollar Gold Anl.

Umrechnung ein Zeitraum von 18 Tagen liegt (1). Wenn also das Pfund, wie es tatsächlich geschehen ist, vom Goldstandard abgeht, so könnte eintreten, daß der Gläubiger die in dieser Zwischenzeit erfolgte Entwertung des Pfundes auf sich nehmen muß. Dieses kann nur vermieden werden, wenn Notierung und Umrechnung Zug um Zug, also gleichzeitig am selben Tage geschehen, in unserem Beispiel also 4 Wochen vor Fälligkeit zugleich mit der Notierung auch die Umrechnung oder 10 Tage vor Fälligkeit zugleich mit der Umrechnung auch die Notierung (2). Aber selbst diese Methode ist noch nicht einwandfrei. Ist der Wert der Reichsmark selbst auch unstabil, so kann für den Gläubiger eine weitere Entwertung in der Zeit zwischen Umrechnung der Pfunde und Fälligkeitstag der Schuld eintreten, der nur

---

1) Dieser Zeitraum würde sich evtl. noch um 7 Tage erhöht haben durch die technische Sonderheit der Notierung, welche die Gültigkeit des im Reichsanzeiger veröffentlichten Londoner Goldpreises für die Dauer einer Woche festsetzte (seit dem 23. September 1931 findet tägliche Notierung statt), oder der Zeitraum konnte sich um einen Tag vermindern, wenn nämlich nicht, wie es nur in einigen Anleiheverträgen vorgesehen war, der effektive Londoner Feingoldpreis galt, sondern der im Reichsanzeiger wiedergegebene, der den vom Tage vorher in London gültigen publizierte (v.14.10.1931 ging die Reichsbank dazu über, im Reichsanzeiger noch am selben Tage den Londoner Feingoldpreis zu veröffentlichen).
2) In richtiger Erkenntnis der etwaigen Verluste aus zeitlicher Verschiedenheit dieser Termine war in den meisten Anleiheverträgen schon festgelegt, daß Notierungs- u. Umrechnungstermin zusammen am so und sovielten Tag vor Fälligkeit in Betracht kämen. (vgl. auch Dieben, W., Zum Goldklauselproblem b. Staatsanleihen u. Hypotheken. In Sparkasse v.15.10.31 S.422).

vorgebeugt werden kann, wenn Notierungs- und Umrechnungstag so nahe wie möglich an den Auszahlungstag herangelegt werden (1). Für die Oberhauser Anleihe beträgt der Zeitraum von der Umrechnung bis zur tatsächlichen Auszahlung zehn Tage, bei anderen Stadtanleihen bis zu 15 Tagen.

Eine Goldklausel, die bezüglich der Umrechnungsmodalitäten allen ungünstigen Eventualitäten standhalten könnte, müßte so abgefaßt werden, daß mit dem Notierungs- und Umrechnungstag auch der Auszahlungstag zusammenfällt. Da dieses aber aus technischen Gründen nicht gut möglich ist, so kann man als den günstigsten Fall wohl die Durchführung der Magdeburger Anleihen anführen, bei denen es folgendermaßen heißt: „Umrechnung zum Londoner Goldpreis und Berliner Mittelkurs zur letzten Notierung vor Fälligkeit".

Auch bei den Golddollaranleihen ist es nur möglich, im Falle des Absinkens der deutschen Währung den Wert der Schuld zu sichern, wenn der Umrechnungsstichtag mit dem Termin der Fälligkeit zusammenfällt. Leider ist bei den noch im Umlauf befindlichen Dollaranleihen die entsprechende Klausel nicht dazu angetan, diese Voraussetzungen zu erfüllen, da mit Ausnahme der Baden-Badener Anleihe von 24, bei der die am 1.1. und 1.7. fälligen Beträge nach dem Kurse vom 30.12. bzw. 30.6. umgerechnet werden, bei den anderen Anleihen ein größerer Zwischenraum gelassen ist, der sich bei der Berliner und Frankfurter Anleihe auf 14 Tage und bei der Eschweger und Nürnberger Anleihe sogar auf 4 Wochen erstreckt.

---

1) Vgl. hierzu auch Maus, Joseph, Anleiheformen unter dem Einfluß der Geldentwertung. 4.Ergänzungsband zur Zeitschrift f.handelswiss.Forschung, Leipzig 1925 S.73 ff.

bb) Kursschwankungsklausel.

In den Text vieler Kurssicherungsklauseln sind gewisse Schwankungsgrenzen eingefügt, die den Zweck verfolgen, kleine Abweichungen der in Reichsmark umzurechnenden fremden Währung, wie sie z.B. bei jeder intakten Währung zwischen dem oberen und unteren Goldpunkte vorkommen, unberücksichtigt zu lassen. Dies geschieht sowohl im Interesse des Gläubigers, der auf eine stabile unveränderliche Zahlung unter Ausschluß kleiner Pfennigbeträge Wert legt, als auch des Schuldners, dem unnötige Rechnerei und Arbeit erspart bleiben.

Die Kursschwankungsklausel besagt nun, daß der Preis für ein Kilogramm Feingold, der nach dem Münzgesetz vom 30.8.24 2790 RM beträgt, so lange von kleinen Abweichungen unberührt bleiben soll, als die Grenzen nicht über 2800 oder unter 2780 liegen. Diese zwar vom Preußischen Minister des Innern (1) empfohlene Regelung wurde in ihren Spannungsgrenzen allgemein als zu eng befunden. Meistens paßte man sie daher an die 1 % betragende Spannung zwischen den Goldpunkten an und sah als Grenzen 2820 bzw. 2760 RM vor. Zwei Anleihen (Pforzheim von 26 und Heidelberg von 26) schließen Kursschwankungen von rund 5 % aus, indem sie als obere bzw. untere Grenze 2940 bzw. 2640 vorsehen. Vielleicht ist dieses doch etwas zu weit gegangen, da man bei 5 % nicht mehr von Abweichungen im Rahmen des Normalen sprechen kann.

All diese Schwankungsklauseln beweisen, daß man das Wirksamwerden der Feingoldklausel als subsidiären Währungsschutz nicht richtig erkannt hat. Als Subsidiär-Klausel hat sie doch den Zweck, erst in Funktion zu treten, wenn die Reichsmark vom Goldstandard abgeht, und infolgedessen erübrigt es sich, Abweichungen nach unten von 2790 RM zu berücksich-

---

1) Runderlaß v.30.5.25, zit.b.Zschintzsch, S.160/61.

tigen. Offenbar hat man also damals geglaubt, daß sich die Höhe der in RM zu zahlenden Schuld in jedem Falle nach dem Preis des Feingoldes richtet. Es ist in einem früheren Kapitel klargestellt worden, daß das nicht richtig ist. In Erkenntnis dieser Sachlage begrenzt der Anleihevertrag der 1926er Elberfelder Anleihe die Kursschwankung nur nach oben, indem es dort ausdrücklich heißt, daß es bei einer Reichsmark = jede geschuldete Reichsmark bleibe, wenn sich für das Kilogramm Feingold ein Preis von nicht über 2800 RM ergibt. Ferner haben noch die in Frankfurt a.M. und Stuttgart notierten Anleihen von Ulm und Heilbronn den Zusatz: „ergibt sich aus der Umrechnung für 1 kg Feingold ein Preis von nicht mehr als 2820 RM, so ist für jede geschuldete RM eine RM in gesetzlichen Zahlungsmitteln zu zahlen. Bei den meisten Anleihen ist überhaupt keine Kursschwankungsklausel vorgesehen.

Auch dieser Abschnitt über die Umrechnungsmodalitäten zeigt, wie unklar und vielseitig die Bestimmungen, die Anlaß zu unterschiedlichen Auszahlungsbeträgen für die Gläubiger werden konnten, teilweise bei den einzelnen Stadtanleihen waren. In Zukunft sollte man durch Vorschrift einer einheitlichen klaren Klausel solche Komplikationen vermeiden.

Sind nun die Valutaklauseln tatsächlich in der Lage, das Geld vor Entwertungen zu schützen? Im Falle der Dollargoldmark gelang dieses vollauf. Entscheidend war allerdings wohl dabei, daß nicht die heimische Währung im Werte schwankte und die Anzahl der betreffenden Fälle gering war. Steht die ganze Wirtschaft eines Landes aber auf dem Spiel, so ist das Schicksal der Goldklauseln mehr als zweifelhaft. Deshalb werden sie auch „nicht als unbedingt sicher empfunden, weil sie im Falle einer Inflation vielleicht beseitigt werden". (1)

---

1) Schmalenbach, Kapital, Kredit und Zins, a.a.O. S.178.

Schluß.

Die wesentlichen Gedankengänge der Arbeit sollen noch einmal kurz zusammengefaßt werden. Die gestärkte Verantwortung der Gemeindeleiter und die erhöhte Aufsichtsbefugnis werden in Zukunft ein Übermaß der Verschuldung bei den Städten und eine Blockierung des Stadtanleihemarktes verhindern. Dadurch wird die Bonität der Stadtanleihen wieder steigen. Die Publizität, die in der Vergangenheit die Prüfung der Kreditsicherheit verhinderte, ist stark verbesserungsbedürftig. Es ist ein Einheitstyp für die Städteanleihen zu schaffen, um dem breiten Publikum jede Erschwerung der Errechnung der Effektivverzinsung, für die es nicht das geringste Interesse aufbringt, zu ersparen. Deshalb ist die zukünftige Anleihe mit einem Nominalzinssatz auszustatten, der der Effektivverzinsung möglichst nahe kommt. Die Tilgung hat sofort und mit einem Prozentsatz zu beginnen, der dem Anleihebetrag Rechnung trägt und zugleich die Rückkehr zu wirklich langfristigen Anleihen garantiert. Die Kapitalerhaltung für den städtischen Anleihegläubiger ist eine Selbstverständlichkeit. Dazu ist aber nicht nur erforderlich, daß die Rückzahlung vom Schuldner zum erhaltenen Nominalbetrag vorgenommen wird, sondern es ist auch die Beseitigung der Mängel bei der Kursfeststellung vorzunehmen, soweit diese auf technischen Unzulänglichkeiten beruhen. Für den Umfang der einzelnen Erkenntnisse wird auf die entsprechenden Kapitel verwiesen.

Literaturverzeichnis.

Aust, H.W., Zur Kapitalmarktgesundung. In Deutsche Sparkassenzeitung v.2.9.33 S.2 Nr.102.

\- Mündelsicherheit. In Magazin der Wirtschaft 1928, S.49.

Bilanz einer Großstadt. In Frankfurter Zeitung v. 14.10.1934 Nr.523.

v.Bitter, Der kommunale Schuldendienst. In Die deutsche Volkswirtschaft 1933 Nr.8, S.260.

Cahnmann u.Hirschberg, Der Schutz der Anleihegläubiger. In Die Wirtschaftskurse 1933, H.2, S.238.

Dieben, W., Anleihetechnik, Bd.6 der Schriftenreihe: Finanzrechtliche Zeitfragen, Berlin 1931.

\- Zum Goldklauselproblem bei Staatsanleihen und Hypotheken. In Sparkasse v.15.10.31 S.422.

Fabian,P., Die Börsenzulassung von Wertpapieren. In Plutus Briefe, Brief 1, 1933.

Gutachten des Berliner Börsenvorstandes. In Berliner Börsenzeitung v.22.6.1933.

Höwig,J., Zur Tilgung der Staatsanleihen. Karlsruhe 1897.

Hochrein,E., Die Form der Anleihetilgung. In Die Deutsche Volkswirtschaft Nr.1, 1934,S.21/22.

H.R., Auslosung oder Rückkauf. In Der deutsche Ökonomist. 1934, Nr.1 S.16.

Kuczinski,E., Wallstreet und die deutschen Anleihen. Leipzig 1933.

Kalveram,W., Finanzierung. In Handelshochschule. Berlin u.Wien 1928 S.1315.

Kleiner, Kapitalmarkt und Inlandsanleihen. In Deutsche Sparkassenzeitung vom 30.7.29 Nr.87.

Karding, Wirksamkeit von Zwangsmaßnahmen gegen Gemeinden. In Zeitschrift f.Kommunalwirtschaft 1933, Sp.238 ff.

Krämer, Zum Problem der Bondsrendite und des langfristigen Staatskredits in Deutschland. In Währung u.Wirtschaft, 1933 Nr.7.

K.E.M., Naturatilgung von Hypothekendarlehen. In Bankwissenschaft, 1933 Nr.13/14 S.403.

- Pfandbriefdarlehns- und Bardarlehnssystem innerhalb des bankmäßig organisierten Bodenkredits. In Bankwiss.v.20.8.33 S.293.

Lang, R., Die Einflüsse von Selbstverwaltung und Staatsaufsicht auf die deutsche Kommunalverschuldung unter bes. Berücksichtigung Preußens. Berlin 1933.

Lange, Georg, Die Selbstverwaltungskörper unter dem Druck der Verteuerung der langfristigen Kredite. In Diehl, Wirkungen und Ursachen des hohen Zinsfußes in Deutschland. Jena 1932.

Lamm,B., Über Wertsicherungsklauseln bei Anleihen. In Zeitschr.f.handelswiss.Forschung, 27. Jahrg. S.387.

Lehmann, F., Nationalsozialistische Gemeindefinanzpolitik. Vortrag, gehalten am 19.6.1934 in Frankfurt a.M.

Leitsätze zur Reform der Mündelsicherheit. In Bankarchiv v.15.7.29 Nr.20 S.367.

Lotz,W., Schatzanweisungen, Schatzscheine. In Handwörterbuch d.Staatswiss. Jena 1926, 7.Bd. S.168.

Mahrholz,W., Vorschläge zur Reform des Rentenmarktes. In Berliner Börsenberichte. Nr.41.v. 18.2.32.

Marder-Rabnow, Die Inhaberanleihen der deutschen Städte seit der Währungsstabilisierung. In Der Städtetag. 24.Jahrg. Nr.11/12 S.113/25.

Maus, J., Anleiheformen unter dem Einfluß der Geldentwertung, 4.Ergänzungsband zur Zeitschrift f.handelswiss.Forsch.Leipzig 1925 S.73 ff.

Meis, Hans, Aufrechnung. In Deutsche Bergwerkszeitung v.18.3.33 Nr. 66.

Mellerowicz, K., Das Emissionsgeschäft. In Hdw.d. Bankwesens, hersg.von Palyi u.Quittner, Berlin 1933 S.173/74.

Mellinger, L., Die Ordnung der Gemeindefinanzen. In Bank v.1.10.33 S.1428.

Meyer-Lülmann, Kommunalkredit u.Mündelsicherheit. In Sparkasse, 1929 Nr.17/18 S.363.

Most, O., Die Finanzlage der Ruhrgebietsstädte unter der Einwirkung der Wirtschaftskrise u. des Finanzausgleichs, Teil I, Jena 1932.

Müller, Kommunale Schuldentilgung nach der Umschuldung. In der Köln.Ztg. v.3.12.33 Nr.653.

Noll, Der staatliche Anleihekredit im neuen Staat. In der Deutschen Sparkassenztg.v.8.7.33 Nr.78 und in der Dt.Bergwerksztg.v.6.8.33 Nr.183.

x x, Kommunalfinanzen, Gläubiger, Staat. In Der Deutsche Ökonomist v.20.5.33 S.647.

x x, Die kommunale Kreditkrise. In Der dt.Ökonomist, Nr. 46 v.18.11.32 S.1525.

x x, Das ungelöste Zinsproblem, in Der Dt.Ökonomist. 1933, S. 333.

x x, Die finanzielle Sanierung Berlins. In Deutscher Ökonomist. 1934, Nr.43/44.

Öffentlicher Kredit und Wirtschaftskrise. Einzelschriften zur Stati. des Deutschen Reiches. Nr. 27, Berlin 1933.

Rechtliche und volkswirtschaftliche Bedeutung der Dollarklausel. In Berliner Börsenzeitung v.10.1.34 Nr.15.

Rittershausen, H., Grundsätze u.Erfahrungen der kommenden deutschen Rentenkonversion. In Bankwiss. 1933 Nr.24, 752 ff.

- Die organische Zinssenkung im Rahmen der Arbeitsbeschaffung. In Bankwiss. Nr.16,1933 S.496.

- Ein Katalog von Sofortmaßnahmen zur Erzeugung von Nachfrage von festverzinslichen Werten u. Verflüssigung des Geldmarktes zwecks Vorbereitung einer Konversion. In Bankarchiv v. 15.6.33 Nr.18 S.311/12.

- Die Tilgung von Hypothekendarlehen durch Pfandbriefe und die Ausstattung des künftigen Konversionspfandbriefes. In Bankarchiv v. 1.5.33 S.298.

- Die Reform der Mündelsicherheitsbestimmungen. Jena 1929.

Rübel, Die Steuerkraft der Ruhrgebietsstädte. In Ruhr und Rhein. Heft 11, 1934 S.174.
Salings Börsenpapiere, Teil 2 und 3, 1926/27-1933/1934.
Schacht,H., Zins oder Dividende. Vortrag gehalten vor der Dt.Handelskammer in Basel. Abgedr.in Berl.Börsenztg. v.12.10.33 Nr.579.
Schmalenbach,E., Kapital, Kredit, Zins, Leipzig 1933.
- Kursbildung von Stadtanleihen. In Zeitschr. f.handelsw.Forschg.1908/1909 S.541.
- Stadtobligationen. In Zeitschr.f.handelsw. Forsch.1908/09 S.451.
Springer, J., Frankfurter u.Kölner Schatzanweisungen.In Berl.Börsenberichte v.24.11.32 S.276.
- Zur Dollarklausel der Stahlwerkeanleihe. In Berl.Börsenzeitung v.27.6.33 Nr.294.
Statistisches Jahrbuch deutscher Gemeinden. 27.Jahrg. 1932, S.370. 29. Jahrg.1934, S.380. Jena.
Tornier, K., Eine Ergänzungsüberlegung zur Tilgung v.Hypothekendarlehen durch Pfandbriefe. In Bankarchiv Nr.16, 1933, S.324.
Trumpler, Zur Reform der Mündelsicherheit. In Bankarchiv Nr.22, S.393, 1929.
Walb, E., Die Tilgung von Hypotheken und Obligationen. In Zeitschr.f.handelswiss.Forschg. 5.Jahrg.S.227.
Wohlrabe, W., Rückzahlung in bar oder in Pfandbriefen? In Bankw.Nr.12 1933 S.378.
Wolfgang,E., Der freie Rückkauf bei der Anleihetilgung. In Magazin d.Wirtschaft v.3.4.31, S. 631.
- Kursbildung am Rentenmarkt. Stuttgart 1931.
- Die Ausgestaltung der Anleihetechnik bei den öffentl.Körperschaften seit 1924, In Bankarchiv 1931 S.452.
- Kritische Darstellung der Kreditbeschaffungstechnik d.öffentl.Körperschaften seit 1924, In Diehl, Wirkungen u.Ursachen des hohen Zinsfußes in Deutschland. Jena 1932, S.788.
- Publizitätsmängel im öffentl.Schuldenwesen.In Deutscher Ökonomist 50.Jahrg.1932 S.649.

Zander, W., Die Verrechnung als Mittel zur freiwilligen Konversion. In Rhein-Westf.Ztg.v.18.3.1933 Nr.142.
Zschintzsch, Kommunalkredit. Berlin 1931.
Zeitschriften (soweit Artikel benutzt wurden, die ohne Namensnennung erfolgten).
Börsen- und Wirtschaftskalender
Die Bank
Deutsche Sparkassenzeitung
Deutscher Volkswirt
Der Gemeindetag
Magazin der Wirtschaft
Sparkasse
Wirtschaft und Statistik
Wirtschaft und Arbeit.

Zeitungen:

Berliner Börsenberichte
Berliner Börsenzeitung
Berliner Tageblatt
Deutsche Allgemeine Zeitung
Deutsche Bergwerkszeitung
Frankfurter Zeitung
Dresdner Zeitung
Kölnische Zeitung
Kölnische Volkszeitung
Magdeburgische Zeitung
Völkischer Beobachter

Reichsgesetzblatt
Preußisches Gesetzblatt

Kursblätter
Monatskursblatt der Berliner Börsenberichte
Amtliches Kursblatt der Frankfurter Börse.

Lebenslauf.

Am 7. Juni 1907 wurde ich als Sohn des Konrektors Franz Cramer zu Scharmede i.W. geboren. Am Gymnasium Theodorium in Paderborn legte ich 1923 die Obersekundareife ab. Von 1923 bis 1926 war ich Lehrling der Deutschen Bank, Paderborn. 1928 legte ich in Königsberg i/Pr. die Sonderreifeprüfung ab. Ich studierte Betriebswirtschaft, Sprachen und Pädagogik an der Handelshochschule Königsberg i/Pr., an den Universitäten München, Lille und Frankfurt a.M. In Frankfurt a.M. legte ich 1932 die Prüfung als Diplom-Handelslehrer ab.

Franz Cramer.